Construire l'euro mondial

Une stratégie pour reconquérir
la souveraineté monétaire dans un monde
multipolaire



INSTITUT
AVANT-GARDE

AVANT-PROPOS

—

Les États-Unis ont une stratégie pour maintenir la domination du dollar ; la Chine en a une pour desserrer son emprise ; l'Europe commence à peine à admettre qu'il lui en faut une. En construisant des options viables fondées sur l'euro pour les paiements, l'investissement et le commerce, l'Union européenne peut pousser les marchés financiers au-delà de points de bascule à partir desquels l'adoption de l'euro s'auto-entretient.

Jens van 't Klooster, Shahin Vallée

Table des matières

Introduction — ... 8

2. Le problème du dollar pour l'UE ... 11

2.1. Une brève histoire du problème ... 11

2.2. Qu'est-ce que la dépendance au dollar ? ... 14

2.3. La souveraineté monétaire aujourd'hui ... 18

2.3.1. L'instrumentalisation des paiements ... 18

2.3.2. La dollarisation par les monnaies numériques ... 19

2.3.3. Les effets de contagion sur la stabilité financière ... 20

3. L'économie de l'internationalisation des monnaies ... 21

3.1. Avantage du titulaire et externalités de réseau ... 21

3.2. Interdépendances institutionnelles ... 22

3.3. Des atouts méconnus ... 27

4. Vers une stratégie concertée ... 29

4.1. Dédollariser l'UE et développer l'usage international de l'euro ... 30

4.2. Les obstacles institutionnels ... 35

4.3. Solutions procédurales : rapport interinstitutionnel, task force, semestre ... 38

Annexe ... 44

Bibliographie ... 51

SYNTHÈSE

L'Union européenne (UE) prend lentement conscience d'une nouvelle réalité : la monnaie est devenue un terrain majeur de conflit géopolitique. Depuis ses débuts au lendemain de la guerre, chaque étape de l'intégration monétaire européenne s'est accompagnée d'une dépendance accrue au dollar américain. L'Europe est donc aujourd'hui significativement dépendante du dollar pour l'investissement, le commerce et les règlements. Ainsi, 30 % des exportations de l'UE et 50 % de ses importations sont facturées en dollars. Cette dépendance expose l'UE à l'instrumentalisation du système financier comme outil de pression, de coercition et d'extorsion. Face aux risques et aux menaces croissants de sanctions américaines, des banques européennes refusent d'ouvrir des comptes à des personnalités en vue, qu'il s'agisse de juges de la Cour pénale internationale de La Haye ou d'une rapporteuse spéciale italienne des Nations unies. Le renminbi chinois, de son côté, a récemment dépassé l'euro sur plusieurs indicateurs clés. L'UE a donc besoin de toute urgence d'une stratégie adaptée à un ordre de plus en plus multipolaire.

Ce rapport propose une feuille de route pour faire de l'euro une monnaie mondiale. Il met en évidence les puissants effets de réseau et les interdépendances institutionnelles qui enferment l'Europe dans l'usage du dollar. Il analyse aussi les principaux obstacles institutionnels à une action stratégique au sein des structures de gouvernance à plusieurs niveaux de l'UE. Conformément à ce diagnostic d'économie politique, le rapport présente trois étapes clés pour construire l'euro mondial : une stratégie interinstitutionnelle, une *task force* Eurogroupe+ pour l'internationalisation et un semestre de l'internationalisation de l'euro.

L'économie mondiale utilise aujourd'hui le dollar parce que tout le monde l'utilise. L'Europe dans son ensemble gagnerait à basculer vers l'euro, mais aucune entreprise ni aucun gouvernement ne voudra payer le prix d'agir en premier ou seul. Ce piège de l'action collective rend un ajustement purement fondé sur le marché soit impossible, soit excessivement lent. Nous estimons que réduire la dépendance de l'Europe au dollar exige une stratégie cohérente, unifiée et spécifique. Son objectif ne doit pas être de remplacer entièrement le dollar (aucune monnaie ne retrouvera l'hégémonie dont le dollar ou la livre sterling ont joui au XXe siècle), mais d'offrir aux entreprises et aux gouvernements européens des options fondées sur l'euro, économiquement viables et efficaces, pour facturer leurs échanges, régler leurs paiements, émettre leur dette et détenir leurs réserves.

SYNTHÈSE

L'Europe manque d'une stratégie, mais elle en a les moyens. Contrairement à la plupart des pays, l'UE émet déjà la deuxième monnaie mondiale, grâce à sa taille, à la profondeur de ses marchés financiers, à sa sécurité juridique et à l'ouverture de son compte de capital. Les États-Unis, eux, s'emploient à saper la domination du dollar : leur situation budgétaire est irresponsable, leurs institutions et leurs tribunaux sont fragilisés, l'indépendance de la Réserve fédérale est incertaine et les marchandages coercitifs ont remplacé le multilatéralisme. Pourtant, malgré un compte de capital très restrictif, c'est la Chine qui a jusqu'ici le plus profité du recul du dollar.

L'UE a besoin à la fois d'un plan et de structures de gouvernance claires. L'interdépendance qui maintient le dollar en place peut aussi jouer en faveur de l'euro. Dès lors que la facturation, le règlement et l'investissement commencent à évoluer de concert, chaque gain réduit le coût du suivant et l'adoption finit par s'entretenir d'elle-même. Pour y parvenir, l'UE a besoin d'une impulsion politique au plus haut niveau, venant du Conseil européen et des institutions européennes compétentes.

L'étude met en évidence trois obstacles à la construction de l'euro mondial.

Premièrement, construire l'euro mondial est une tâche qui engage l'ensemble de l'action publique. Elle exige une action coordonnée dans les domaines des paiements, de l'investissement et du commerce, qui constituent chacun un champ distinct, avec ses propres priorités, où le rôle mondial de l'euro est au mieux une préoccupation secondaire. La gouvernance de ces domaines est répartie entre plus de deux cents organismes, des institutions de l'UE et des ministères nationaux jusqu'aux banques centrales et aux régulateurs. Les faire avancer ensemble suppose une impulsion politique qu'aucun d'eux ne peut donner seul.

Deuxièmement, ces choix impliquent des arbitrages que seul le politique peut trancher. Réorganiser le paysage européen des paiements a des conséquences importantes pour les banques et les institutions financières nationales. Un usage international plus large de l'euro accroît la demande d'actifs sûrs libellés en euros. Il pourrait aussi faire évoluer le taux de change et, avec lui, les flux commerciaux européens et la composition sectorielle de l'économie. Les banques centrales et les régulateurs financiers ne peuvent pas gérer de tels arbitrages sans orientation politique, sans habilitation législative et sans garanties budgétaires.

SYNTHÈSE

Troisièmement, aucune institution ne rend de comptes sur l'internationalisation de l'euro. Les grands projets passés avaient un pilote clairement identifié : la Commission a conduit l'achèvement du marché unique dans les années 1980, le Conseil et l'Eurogroupe ont piloté la réponse à la crise des dettes souveraines. La construction du rôle international de l'euro n'en a aucun. L'expertise se trouve au sein de l'Eurosystème, mais les banques centrales ne sont pas élues, ont pour seul mandat la stabilité des prix au sein de la zone et se sont montrées réticentes à formuler une vision qui dépasse ce mandat. Ni la Commission ni la BCE n'ont véritablement à rendre compte de l'euro mondial.

Recommandations clés

L'UE doit définir son approche de l'avenir du système monétaire international et du rôle qu'y joue l'euro. Pour avancer, nous proposons trois initiatives qui ne nécessitent aucune modification des traités :

1. **S'engager sur une stratégie d'internationalisation de l'euro.** Un rapport inspiré du rapport des quatre présidents de 2012 devrait définir une vision stratégique du rôle mondial de l'euro. Il serait présenté au Conseil européen par les présidents de la Commission européenne, du Conseil européen, de l'Eurogroupe et de la BCE, et approuvé par celui-ci.
2. **Créer une *task force* Eurogroupe+ pour l'internationalisation (EIT).** Cette *task force* tiendrait la stratégie à jour, en s'appuyant sur l'expertise disponible dans les domaines d'action concernés et sur des agents détachés par la BCE, la Commission et les ministères nationaux de tous les États membres volontaires. L'EIT ancrerait la dynamique politique actuelle en suivant les progrès, en identifiant les lacunes et en proposant des orientations non contraignantes au titre de l'article 121 du TFUE.
3. **Suivre les progrès dans le cadre d'un semestre de l'internationalisation de l'euro (EIS)**, nouveau volet du Semestre européen. Afin de garantir la redevabilité, ce processus serait piloté par le Conseil Ecofin et la Commission, selon le calendrier habituel du Semestre européen. Il produirait chaque année des recommandations propres à chaque domaine d'action, portées par la Commission afin de bâtir des coalitions entre institutions et États membres.

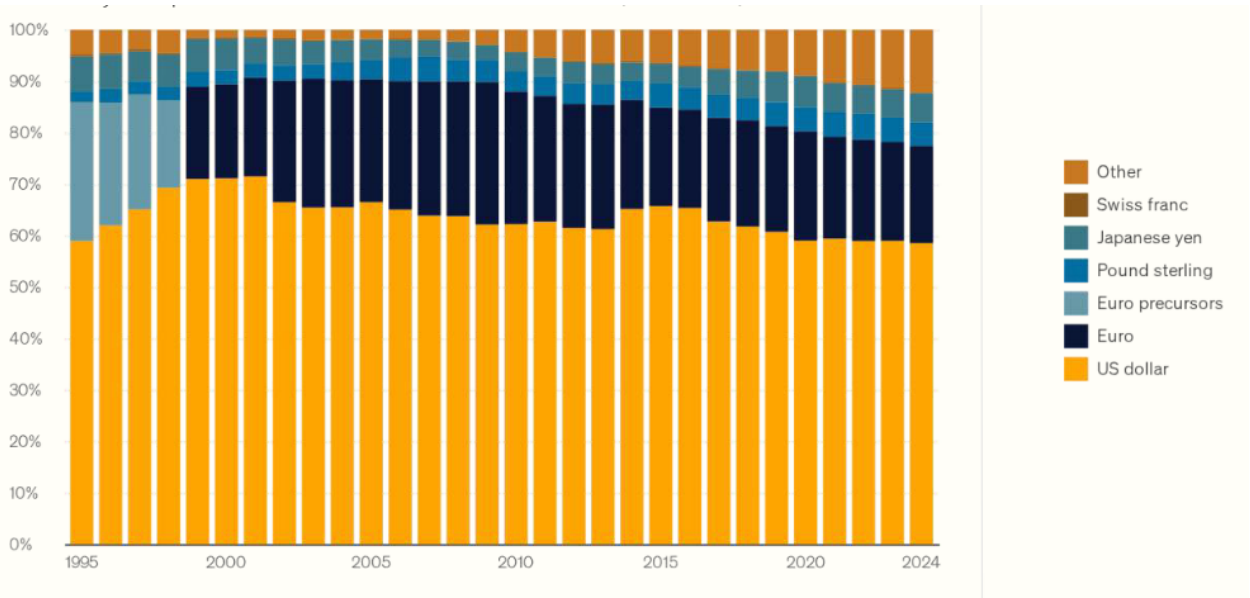
SYNTHÈSE

Ces trois initiatives reposent sur une même discipline : des décideurs qui rendent compte des progrès accomplis au Parlement européen et aux parlements nationaux, et une volonté, dans toutes les institutions, de dénoncer les mises en œuvre incomplète.

Introduction

Dans *Cyberpunk*, jeu de rôle de science-fiction paru en 1988, l'écu (*European Currency Unit*) sert de monnaie mondiale ; on le surnomme « eurodollar », « ed » ou « eddie ». Dans ce récit, le démantèlement de la démocratie américaine, une crise de la dette souveraine et des erreurs géopolitiques provoquent l'effondrement des États-Unis. La Communauté économique européenne prend alors le relais et s'appuie sur son système bancaire bien réglementé et sur sa monnaie unique pour ravir au dollar son rôle hégémonique. L'année de sortie du jeu, en 1988, l'idée d'une monnaie commune gagnait effectivement du terrain et les débats sur la finalité de l'unification monétaire allaient bon train. Le ministre ouest-allemand des Affaires étrangères, Hans-Dietrich Genscher, relança officiellement l'idée d'une monnaie européenne commune précisément pour « réduire la dépendance à l'égard du dollar » et préserver la « marge de manœuvre de la Communauté en matière de politique monétaire » (Genscher, 1988 ; voir aussi Emerson et al., 1992)[1].

Figure 1 – Composition par devise des réserves officielles de change ventilées, en pourcentage du total, 1995-2024



Lecture : en 2024, le dollar américain représentait 58,5 % des réserves officielles ventilées, contre 18,9 % pour l'euro.

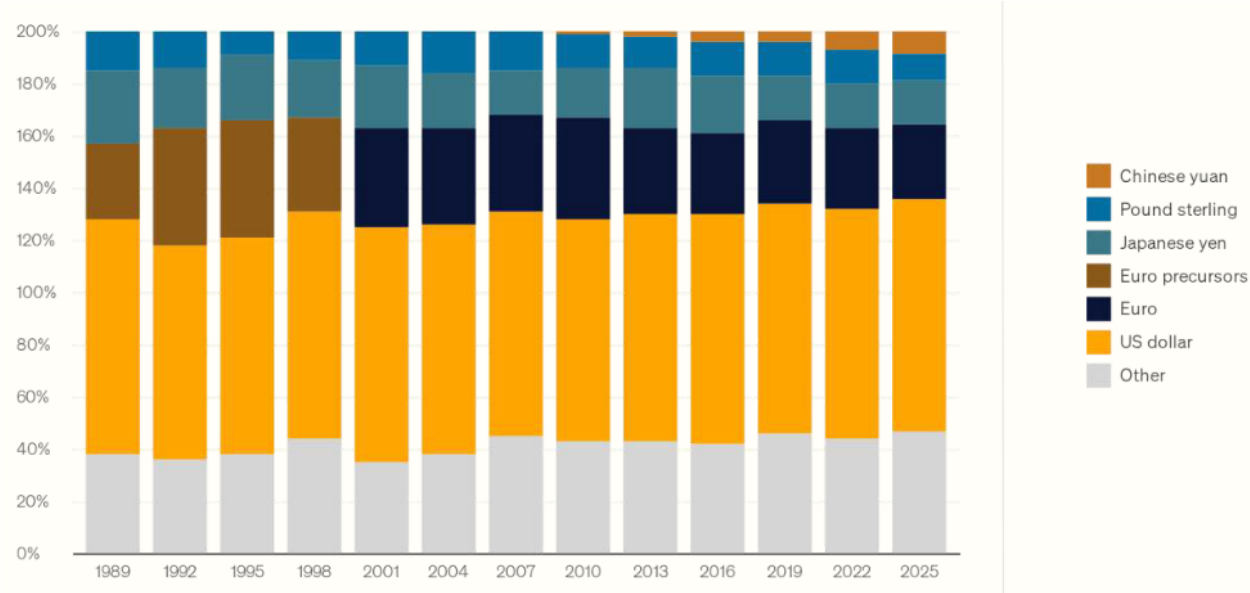
Source : FMI, COFER ; les parts des monnaies nationales antérieures à 1999 sont agrégées sous « Précurseurs de l'euro ».

Ces visions d'une monnaie mondiale européenne, nées à la fin des années 1980, ne se sont pas concrétisées. Le rôle international de l'euro est loin d'égaler celui du dollar, alors même que le poids économique et commercial de l'UE rivalise avec celui des États-Unis. Les principaux indicateurs d'usage (réserves de change,

[1] L'idée d'une monnaie européenne comme remède au privilège exorbitant du dollar est plus ancienne : le dollar était déjà un sujet central des débats du groupe de travail Werner dans les années 1970. Elle a été une puissante motivation de l'intégration monétaire européenne, critiquée dès l'origine par des économistes américains, en particulier au motif du caractère prétendument sous-optimal de la zone monétaire (Jonung et Drea, 2009).

dérivés de gré à gré) restent du même ordre que ceux des monnaies des États membres avant l'UEM (voir Figures 1 et 2). Les Européens dépendent donc largement du dollar et des infrastructures financières américaines pour les paiements, l'investissement et le commerce. Par exemple, environ 50 % des importations de l'UE et 30 % de ses exportations sont libellées en dollars (voir Figures 3 et 4). Les répercussions des politiques financière et monétaire américaines continuent de se faire sentir à intervalles réguliers. Les crises bancaires américaines, les fortes variations de change et le resserrement monétaire de la Réserve fédérale se manifestent rapidement en Europe. Des monnaies de réserve de moindre envergure concurrencent l'euro et l'essor du renminbi freine sa progression dans ce domaine (BCE, 2026).

Figure 2 – Part de chaque devise dans le volume des transactions de change de gré à gré, en pourcentage, 1989-2025



Lecture : en 2025, le dollar américain figurait d'un côté de 89 % des transactions de change de gré à gré ; l'euro, de 29 %.

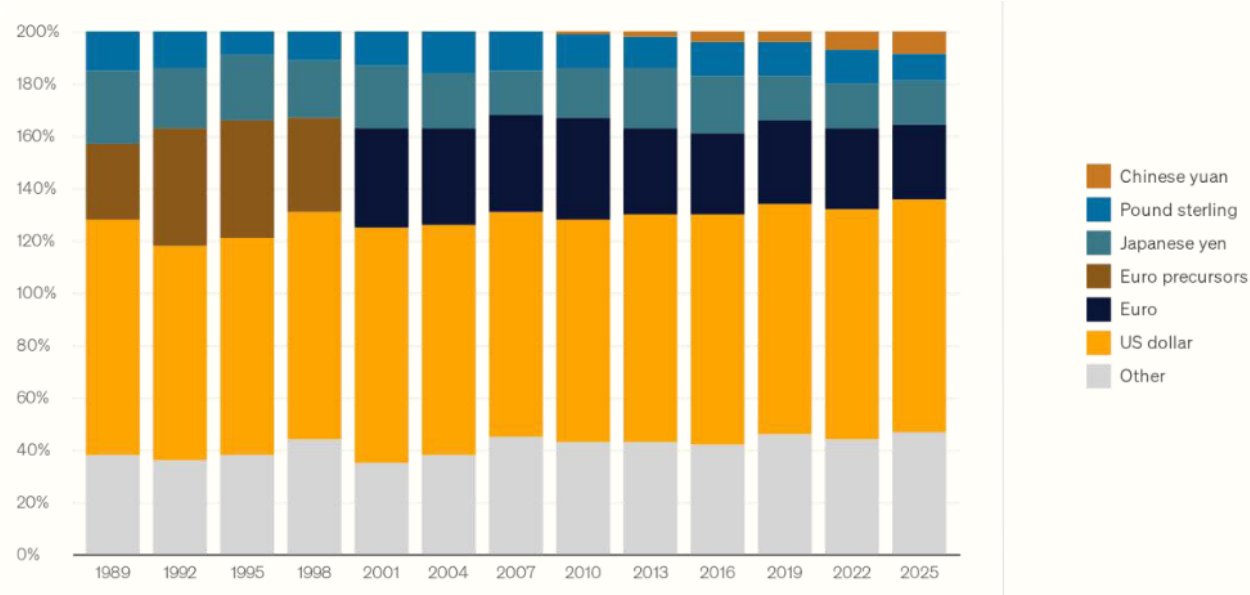
Note : le total est de 200 %, chaque transaction impliquant deux devises.

Source : BRI, enquête triennale des banques centrales.

La littérature académique a abondamment discuté l'énigme de la faible internationalisation de l'euro et de la dollarisation de l'UE. Les auteurs attribuent généralement ce résultat aux structures institutionnelles propres à l'UE, au caractère « incomplet » de l'Union monétaire et à l'absence de structure fédérale, qui se traduisent par des volumes relativement faibles d'actifs sûrs et par l'absence d'un exécutif centralisé doté d'un poids géopolitique (McNamara, 2008 ; Cohen, 2012 ; Ilzetzki et al., 2020). Pour internationaliser l'euro, cette littérature juge généralement nécessaire une modification des traités : une union budgétaire complète ou d'autres avancées de grande ampleur vers une intégration institutionnelle, financière et budgétaire bien plus poussée. Les décideurs européens continuent d'affirmer que le rôle international de l'euro se construit d'abord

à l'intérieur, par de nouveaux efforts pour achever l'union monétaire et moderniser son architecture. Même si cette position a récemment évolué, la BCE soutenait officiellement jusqu'en 2024 que le « rôle international [de l'euro] repose avant tout sur une Union économique et monétaire (UEM) plus approfondie et plus complète, y compris sur l'avancement de l'union des marchés de capitaux, dans le cadre de politiques économiques saines dans la zone euro » (BCE, 2024 ; mais voir BCE, 2025a et BCE, 2026).

Figure 3 – Part du commerce extra-UE facturé en dollars américains, en %, 2010-2024



Lecture : en 2010, environ 55 % des importations et 32 % des exportations de l'UE étaient facturées en dollars, des niveaux pratiquement inchangés en 2024. Le « total » couvre toutes les catégories de produits.

Source : Eurostat, commerce extra-UE par monnaie de facturation.

Si le caractère incomplet et *sui generis* de l'Union monétaire européenne crée ses propres difficultés, les dernières années ont aussi montré qu'il n'est nullement impossible pour l'UE de mener une politique financière sans institutions intégrées telles qu'un Trésor européen unique[2]. La réglementation et la supervision bancaires ont été rapidement harmonisées et centralisées après la crise financière de 2008. De même, l'UE a nettement progressé dans la coordination des politiques budgétaires, à la fois au travers du Semestre européen et d'initiatives de dépenses ambitieuses fondées sur une responsabilité conjointe, comme *NextGenerationEU*, ou de filets de sécurité européens comme le Mécanisme européen de stabilité (le FESF et le MESF). En définitive, le processus même d'intégration européenne a été celui d'une cohérence lente mais croissante entre des

[2] Pour la réfutation classique de l'idée selon laquelle le succès de l'euro dépendrait d'un pouvoir étatique centralisé, voir Sandbu, 2017.

domaines d'action cloisonnés et sources de division.

Ce rapport soutient qu'en raison des externalités de réseau et d'interdépendances lâches, la construction de l'euro mondial exige des structures de gouvernance au service d'une stratégie concertée. Il met en évidence trois obstacles institutionnels qui ont empêché de mener efficacement une telle stratégie : (i) une décision publique cloisonnée et l'absence d'approche mobilisant l'ensemble de l'action publique ; (ii) l'incapacité à résoudre efficacement les désaccords entre institutions et entre États membres ; (iii) l'absence d'ancrage institutionnel et de redevabilité. Conformément à ce diagnostic, le rapport propose également des solutions institutionnelles à la dépendance de l'UE au dollar. L'UE a besoin (i) d'une stratégie spécifique d'internationalisation de l'euro, (ii) mise en œuvre par une *task force* Eurogroupe+ dédiée à l'internationalisation (EIT), (iii) et dont la redevabilité est ancrée dans un semestre de l'internationalisation de l'euro.

Le rapport s'organise comme suit. La partie 2 expose les origines et l'état actuel de la dépendance de l'UE au dollar. La partie 3 s'appuie sur la littérature récente consacrée au paradigme de la monnaie dominante pour présenter les principaux ressorts de la domination d'une monnaie, en insistant sur les effets de réseau et sur les interdépendances lâches entre des usages très différents d'une même monnaie. La partie 4 aborde la dimension politique de l'internationalisation de l'euro et propose une démarche procédurale pour mettre en œuvre une stratégie unifiée.[3]

2. Le problème du dollar pour l'UE

Pour comprendre la dépendance de l'UE au dollar, il faut comprendre que l'UE a toujours été profondément insérée dans le système mondial du dollar. Ces dépendances font peser sur l'UE des risques plus graves qu'on ne le mesure souvent. Construire l'euro mondial donnerait au continent un puissant levier géoéconomique et un poids multilatéral accru, tout en préservant la souveraineté monétaire intérieure de l'UE.

2.1. Une brève histoire du problème

La dépendance au dollar est antérieure à l'UE. Depuis les débuts de l'après-guerre, chaque étape de l'intégration monétaire a impliqué une dépendance accrue au dollar américain (Murau et Ehlers, 2025). Dans les années 1950, l'Union européenne des paiements utilisait le dollar comme monnaie de référence pour régler les paiements entre États membres. Sous le régime de Bretton Woods, la convertibilité du dollar rendait possibles les paiements internationaux et liait le système monétaire européen à celui des États-Unis. Dans les années 1960, un marché offshore du dollar s'est développé en Europe, lorsque les banques ont commencé à émettre des « eurodollars », c'est-à-dire des dépôts et des prêts libellés en dollars émis hors des États-Unis. Depuis lors, l'infrastructure internationale des paiements est une combinaison improvisée d'initiatives

[3] Pour des études récentes présentant les politiques susceptibles de promouvoir l'usage international de l'euro, voir BCE, 2025a ; BCE, 2026 ; CE, 2026 ; van 't Klooster et Murau, 2026 ; Vallée, 2025 ; Vallée, 2026 ; Andresen, 2026 ; van der Linden, 2026 ; Rey et Subran, 2026 ; Wesseling, 2026.

publiques et privées, toutes liées à des degrés divers au système du dollar et aux États-Unis (voir notamment les remarquables travaux récents de Schenk, 2026). Le dollar sert d'interface entre les monnaies nationales européennes.

L'unification monétaire a donc été, dès ses premières tentatives dans les années 1960, motivée en partie par la volonté de rendre l'Europe moins dépendante du dollar. À partir de la fin des années 1960, les États-Unis ont commencé à utiliser leur pouvoir structurel dans le système monétaire mondial pour financer leurs importants déficits budgétaires puis, après les années 1980, les baisses d'impôts de Reagan et leur déficit commercial (Helleiner, 1996). Dès 1970, les trois étapes proposées par le rapport Werner vers des taux de change irrévocablement fixes étaient aussi des étapes vers une flexibilité accrue du change vis-à-vis du dollar (Conseil de l'UE et CE, 1970).

L'introduction de l'euro en 1999 devait changer la donne, mais on a accordé bien trop peu d'attention à la dépendance de l'UE à l'égard des infrastructures financières et de paiement en dollars (van 't Klooster et Murau, 2026). Par sa seule taille, la nouvelle zone monétaire était censée inaugurer un nouvel ordre monétaire multipolaire (Emerson et al., 1992). Au cours des années suivantes, peu a été fait pour concrétiser cette ambition. Wim Duisenberg, premier président de la BCE, a défini en 1999 la position de la BCE sur cette question. Selon lui, la banque centrale devait « accepter le rôle international de l'euro tel qu'il se développe sous l'effet des forces du marché. Dans la mesure où l'Eurosystème parvient à remplir son mandat et à maintenir la stabilité des prix, il favorisera aussi automatiquement l'usage de l'euro comme monnaie internationale » (Duisenberg, 1999). En 2018, Mario Draghi reprenait encore ces termes dans l'introduction du rapport de cette année-là sur le rôle international de l'euro : « Le rôle international de l'euro est principalement déterminé par les forces du marché. L'Eurosystème n'entrave ni ne promeut l'usage international de l'euro » (BCE, 2018).

Le désintérêt de la BCE pour l'euro international a préparé le terrain à une dépendance persistante de l'UE et à l'instabilité financière. Lorsque l'intégration monétaire européenne a pris son essor, il n'existait aucun prestataire de paiement à l'échelle de l'UE. Visa et Mastercard ont rapidement saisi cette occasion. Avec les paiements en ligne, là encore, aucun acteur européen n'a émergé. L'euro étant resté une monnaie essentiellement régionale, les entreprises et les banques européennes ont continué d'utiliser le dollar pour leurs activités internationales. Dans les années précédant la crise de 2008, les grandes banques européennes avaient accumulé d'importantes dépendances au dollar pour financer le commerce mondial et des infrastructures, ainsi que pour acheter de gros volumes de titres américains, y compris des crédits hypothécaires *subprime* titrisés, en prenant souvent plus de risques que leurs concurrents américains (Baba et al., 2009 ; Gorton et Metrick, 2012). Elles se finançaient en empruntant des dollars à court terme sur les marchés monétaires mondiaux, auprès de bailleurs qui étaient pour l'essentiel des fonds monétaires américains. Cette expansion du crédit

mondial en dollars par le système bancaire européen s'est brutalement interrompue avec la crise de 2008 (généralement qualifiée de « mondiale », mais plus justement décrite par Bayoumi, 2017 et Tooze, 2018 comme une crise de la finance transatlantique). Lors de la faillite de Lehman Brothers, les lignes de *swap* en dollars de la Réserve fédérale ont évité au système bancaire européen un effondrement complet.

Figure 4 – L'intermédiation en dollars et la crise de 2008

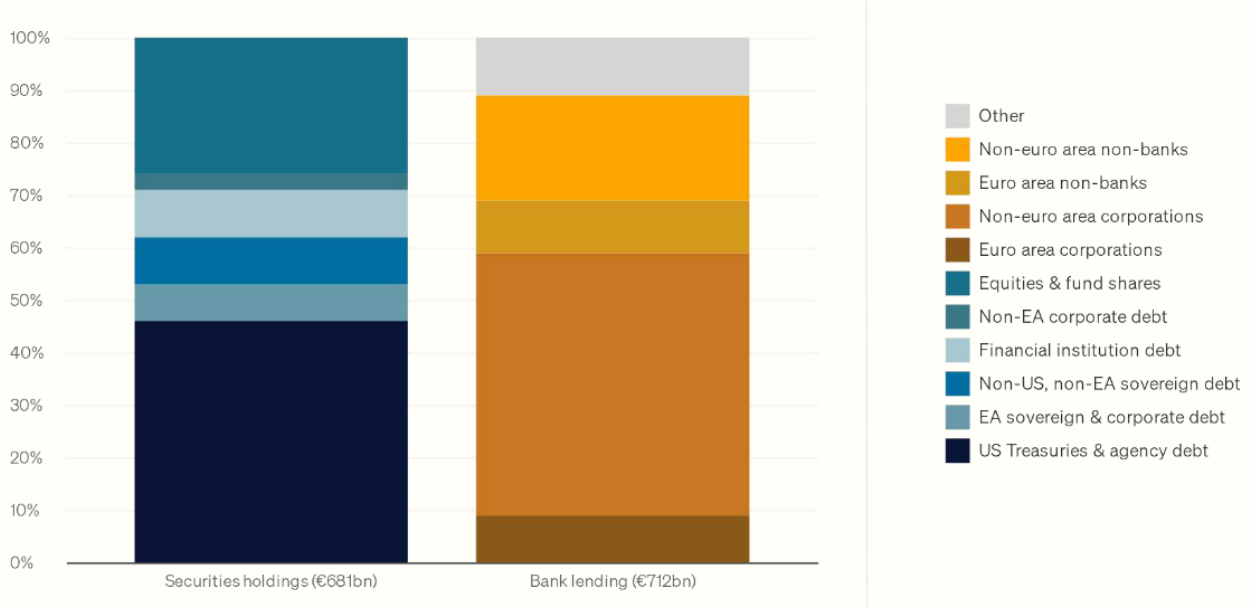
Les banques de l'UE finançaient des actifs de long terme en dollars par des emprunts de court terme en dollars.



Source : d'après Bayoumi (2017).

Les dépendances de l'Europe reflétaient un compromis qui, pendant longtemps, a suffisamment bien servi les deux parties (Norrlof, 2010 ; Buti et al., 2026). Les États-Unis bénéficiaient de ce que Valéry Giscard d'Estaing a appelé un privilège « exorbitant » : la capacité d'émettre la monnaie de réserve mondiale. Ils pouvaient payer leurs importations en émettant simplement de la monnaie de crédit. L'abondante demande de passifs en dollars a aussi permis l'essor de secteurs financier et technologique extrêmement rentables. Malgré la fragilité de leur fondement institutionnel, les lignes de *swap* de la Réserve fédérale ont servi à stabiliser le système financier mondial en temps de crise. Les prêts du FMI, très majoritairement en dollars, et l'expertise de Washington ont été déterminants pour surmonter la crise des dettes souveraines dans l'UE. L'OTAN a créé un cadre institutionnel durable qui arrimait l'Europe au leadership américain et atténuait l'amertume de la dépendance.

Figure 5 – Composition des titres détenus et des prêts accordés en dollars par les banques de la zone euro, en % du total, T4 2024



Lecture : les Treasuries et la dette d'agences américaines représentent 46 % du portefeuille de titres en dollars de 681 milliards d'euros ; les entreprises hors zone euro représentent 50 % du portefeuille de prêts en dollars de 712 milliards d'euros.

Source : estimation de l'EMPN d'après Grodzicki et al. (2025), « US Dollar Activities of European Banks: Business Models and Financial Stability Implications » (26 novembre 2025) ; parts estimées à partir du graphique publié.

2.2. Qu'est-ce que la dépendance au dollar ?

La dépendance de l'UE au dollar et aux infrastructures financières américaines ne se résume pas aisément : elle s'étend bien au-delà du système financier au sens strict. Nous en proposons une définition opérationnelle fondée sur trois fonctions de la monnaie relativement faciles à mesurer : monnaie de règlement des paiements (moyen d'échange), monnaie de facturation des échanges (unité de compte) et monnaie de libellé des investissements et de l'épargne (réserve de valeur). Il est toutefois essentiel de comprendre que l'usage du dollar est institutionnellement enchâssé dans des infrastructures financières transnationales et, en particulier, dans des pratiques bancaires, elles-mêmes soumises à une réglementation et à une supervision complexes, à cheval sur plusieurs juridictions.

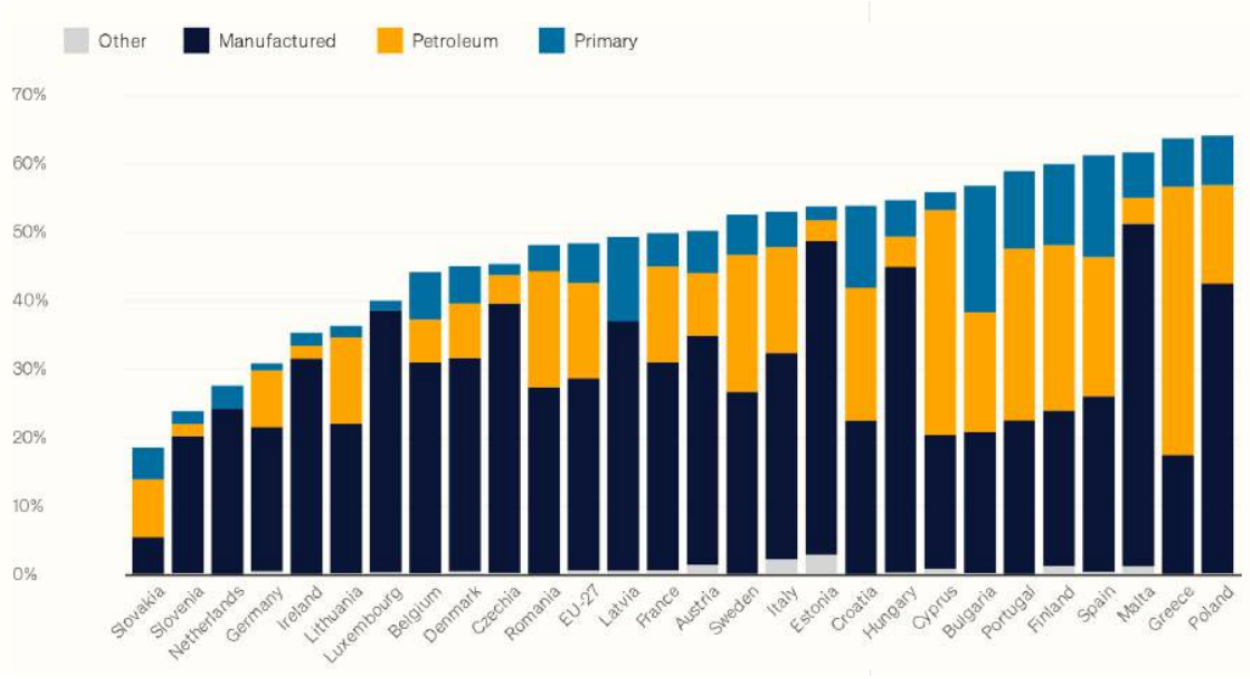
- **Dollarisation des règlements et des paiements** : le règlement est le transfert d'un instrument monétaire d'un payeur à un bénéficiaire pour honorer une obligation de paiement. Les paiements de détail intra-européens sont aujourd'hui très majoritairement traités par des réseaux américains de cartes de paiement (Visa, Mastercard) et par des portefeuilles numériques proposés par des entreprises technologiques américaines comme Apple Pay et PayPal (BCE, 2024). PayPal est actuellement le principal moyen utilisé par les

Allemands pour leurs paiements en ligne (Mollie, 2024). Mais la dépendance aux États-Unis en matière de règlement va plus loin et est étroitement liée au rôle mondial du dollar. Les paiements entre l'UE et les pays émergents passent couramment par des conversions EUR/USD puis USD/monnaie locale, afin de profiter de la liquidité supérieure des paires de devises incluant le dollar. Cette dépendance en engendre d'autres, d'ordre institutionnel. La compensation transfrontière de gros entre l'Europe et les pays tiers dépend souvent de banques correspondantes américaines et de systèmes de compensation en dollars (par exemple CHIPS). Ces systèmes sont lents et coûteux. Ils exposent aussi les données commerciales et les flux financiers européens à la juridiction extraterritoriale, aux régimes de sanctions et au renseignement des États-Unis.

- **Dollarisation de l'épargne et de l'investissement** : les résidents de l'UE investissent dans des actifs libellés en dollars et en émettent. Ils investissent dans des titres du Trésor américain (*Treasuries*), des obligations d'entreprises, des actions et des dépôts bancaires. Les investisseurs européens détiennent près de 2 000 milliards de dollars de *Treasuries* (3 000 milliards en incluant le Royaume-Uni et la Suisse) et environ 8 800 milliards de dollars d'actions américaines, sur un total d'environ 14 900 milliards de dollars de titres américains de long terme (Mehmedi et Remirez, 2026 ; US Treasury, 2026). En Europe (Royaume-Uni compris), les *Treasuries* sont l'actif le plus échangé, tandis que les obligations d'entreprises américaines représentent le plus gros volume d'échanges sur le marché obligataire des entreprises (ICMA, 2025 ; ICMA, 2025b ; Sigl-Glöckner et al., 2026). Les investisseurs de la zone euro répartissent leurs portefeuilles d'actions à parts à peu près égales entre les marchés américains (34 %) et les marchés domestiques (35 %) (Longaric et al., 2026). Les fonds d'investissement européens allouent 50 % de leur capital total aux États-Unis (Longaric et al., 2026). Les banques de l'UE émettent aussi des produits financiers libellés en dollars (environ 17 % de leur financement, par exemple) et prêtent en dollars (environ 9,2 % de leur portefeuille de prêts selon les estimations) (Klaus et Mingarelli, 2024 ; Grodzicki et al., 2025). Les résidents de l'UE dépendent ainsi fortement de l'architecture réglementaire des marchés de titres américains, les transactions *offshore* étant rendues possibles par les dépositaires centraux internationaux de titres (DCIT) européens et par des banques correspondantes américaines, qui assurent la compensation et le règlement.
- **Dollarisation de la facturation et des échanges** : les résidents de l'UE achètent et vendent des biens dont le prix est fixé en dollars et libellent leurs contrats économiques en dollars. La

facturation en dollars est particulièrement marquée pour les produits pétrochimiques mais, comme l'illustrent les Figures 6 et 7, elle couvre toute la gamme des biens. Pour les produits primaires, le taux de facturation en dollars de 44 % reflète les pratiques mondiales de fixation des prix sur des bourses centralisées et spécialisées (par exemple le *London Metal Exchange* ou le *Chicago Board of Trade*) pour des produits homogènes tels que les métaux non ferreux, les céréales en vrac, les produits agricoles tropicaux (café, cacao) et l'énergie non pétrolière comme le GNL. La part de 51 % du dollar dans les importations reflète aussi la dépendance de l'UE à l'égard des États-Unis et de l'Asie pour les hautes technologies, l'aéronautique et les infrastructures numériques, où le dollar fait office de monnaie par défaut dans des chaînes d'approvisionnement complexes.

Figure 6 – Part des importations extra-UE facturées en dollars américains, en %, par État membre et par catégorie de produits



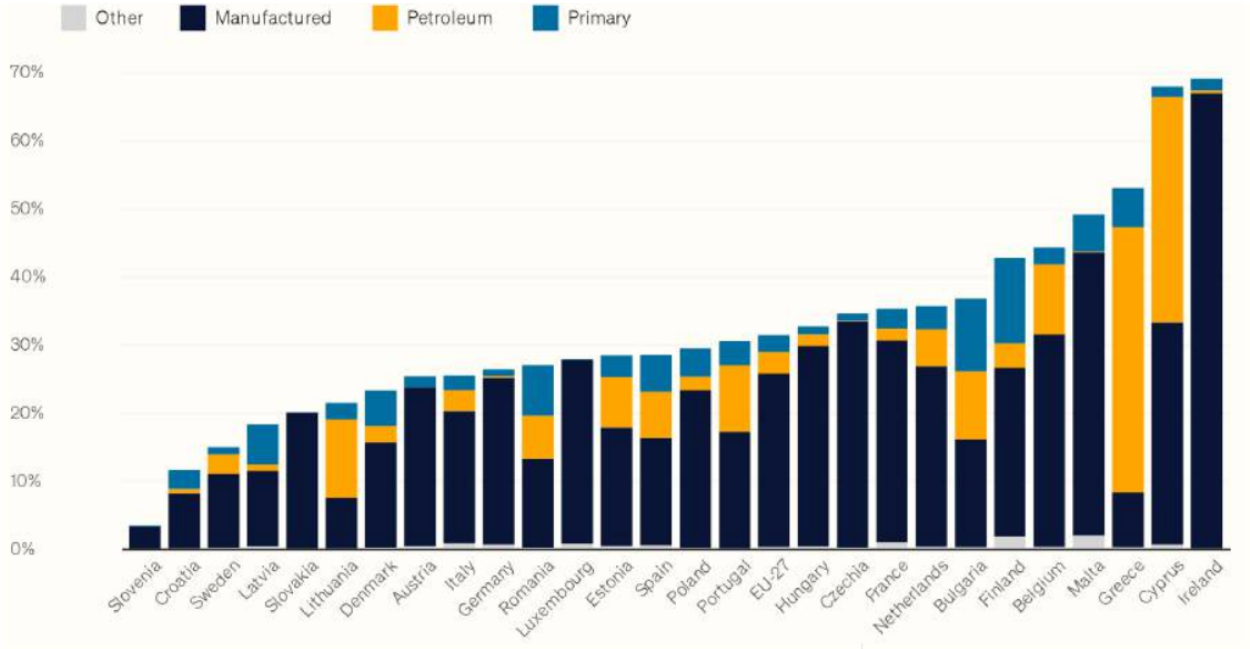
Lecture : la Grèce facture 63,6 % de ses importations extra-UE en dollars, bien au-dessus de la moyenne de l'UE à 27.

Source : Eurostat, commerce extra-UE par monnaie de facturation.

Chacune de ces trois formes de dollarisation de l'UE reflète un enchâssement institutionnel international et les pratiques bancaires qui l'accompagnent (van 't Klooster et Murau, 2026). Les règlements et les paiements reposent sur des réseaux de correspondance bancaire anciens, sur des facilités de liquidité intrajournalière (découverts) pour régler les soldes des chambres de compensation et sur des swaps de change à court terme pour gérer les flux de paiement quotidiens entre devises (Bindseil et Pantelopoulos, 2022). L'investissement et l'épargne s'appuient sur l'intermédiation des marchés de capitaux, qui dépend des

marchés de pensions livrées (repo) pour le financement garanti à court terme, des services de gestion des garanties, du prime brokerage et des dérivés de taux pour gérer la duration et le risque de portefeuille (Pozsar, 2014). Le commerce mobilise ses propres instruments de financement (lettres de crédit, financement de la chaîne d'approvisionnement, billets de trésorerie) pour combler le décalage temporel entre livraison et paiement, ainsi que l'assurance et la couverture de change (Niepmann et Schmidt-Eisenlohr, 2017). Dans tous les cas, la dépendance au dollar au sens étroit est indissociable de la dépendance aux infrastructures financières américaines.

Figure 7 – Part des exportations extra-UE facturées en dollars américains, en %, par État membre et par catégorie de produits



Lecture : l'Irlande facture 69,0 % de ses exportations extra-UE en dollars, bien au-dessus de la moyenne de l'UE à 27 (31,4 %).

Source : Eurostat, commerce extra-UE par monnaie de facturation.

Si les trois formes de dollarisation sont distinctes, leurs liens sont donc omniprésents. Par exemple, pour traiter les paiements internationaux liés aux opérations commerciales des entreprises de l'UE, les banques européennes détiennent de vastes réserves de *Treasuries* liquides. L'usage du dollar à des fins d'investissement rend ainsi possible son usage pour les paiements et le commerce. Les politiques visant à réduire la dépendance au dollar et à internationaliser l'euro ne peuvent donc pas cibler les choix individuels de régler, d'investir ou de facturer dans une monnaie donnée, choix qui sont d'ailleurs souvent faits hors de la juridiction de l'UE. Elles doivent au contraire intervenir de manière stratégique sur ces enchâssements institutionnels, en

créant des alternatives viables sous la forme de transactions en euros.[4]

2.3. La souveraineté monétaire aujourd'hui

L'UE prend lentement conscience d'une nouvelle réalité. Elle n'a plus face à elle un hégémon bienveillant qui assume son « devoir exorbitant », mais une nouvelle administration, plus transactionnelle, qui traite sa monnaie et l'ensemble du système du dollar comme un instrument de pression, de coercition et d'extorsion.

La dépendance de l'UE au dollar s'est construite dans le cadre d'une relation transatlantique globalement coopérative, mais elle est désormais une source de vulnérabilité. L'UE est ainsi exposée à une instrumentalisation accrue des infrastructures de paiement américaines, à de nouvelles politiques de dollarisation et à des effets de contagion sur sa stabilité financière. À l'inverse, en s'affranchissant de la dépendance au dollar, l'UE renforcera sa capacité à décider de sa propre trajectoire.

2.3.1. L'instrumentalisation des paiements

Les infrastructures financières et de paiement de l'UE sont profondément imbriquées dans celles des États-Unis : les principaux réseaux de cartes, les fournisseurs de services cloud, les réseaux de messagerie et des couches logicielles essentielles sont contrôlés par des entreprises américaines. Les banques européennes sont fortement exposées aux décisions réglementaires et aux sanctions américaines.

Dès 2018, la décision de l'administration Trump de quitter le Plan d'action global commun (JCPOA) et de rétablir les sanctions contre l'Iran a contraint la plupart des entreprises européennes à interrompre leurs activités dans ce pays. Malgré les efforts déployés pour les protéger des sanctions américaines, les entreprises européennes s'y sont pliées par crainte de représailles, d'une perte d'accès au marché et d'une perte d'accès à des infrastructures financières américaines essentielles. Au cours de la dernière décennie, très peu a été fait pour remédier à cette vulnérabilité.

Les sanctions récentes visant des juges de la Cour pénale internationale (CPI) ou un ancien commissaire européen illustrent jusqu'où les États-Unis sont déjà prêts à aller en ciblant des décideurs et des institutions à titre individuel (Trump, 2025), et combien la réponse de l'UE reste faible. Depuis février 2025, des « sanctions secondaires » visent quiconque effectue des transactions avec la Cour, avec des peines de prison pouvant aller jusqu'à 20 ans. Bien que la CPI soit établie aux Pays-Bas, le champ des sanctions est flou, ce qui conduit les entreprises européennes averses au risque à éviter la CPI et ses agents. Comme les banques européennes dépendent de l'accès aux marchés de capitaux américains et à la compensation new-yorkaise, la CPI et son personnel peinent à accéder à des services de paiement

[4] C'est l'enseignement central d'une approche macrofinancière des monnaies internationales ; voir par exemple Pozsar et al., 2010 ; Mehrling, 2010 ; Mehrling, 2013 ; Avdjiev, 2015 ; Gabor, 2016 ; Dafermos et al., 2023 ; Borio, 2022 ; Murau et van 't Klooster, 2023 ; van 't Klooster et Murau, 2026.

élémentaires, y compris en euros (Maupas, 2026).

2.3.2. La dollarisation par les monnaies numériques

Avec le *GENIUS Act*, les États-Unis ont décidé de promouvoir l'usage généralisé des *stablecoins* en dollars dans le monde afin de stimuler la demande internationale de dollars (van 't Klooster et al., 2025). Les *stablecoins* sont des jetons numériques que les utilisateurs peuvent transférer d'une application à l'autre pour effectuer des paiements. Ils sont adossés à des actifs en dollars tels que des *Treasuries* et des titres adossés à des actifs, mais restent risqués, car l'émetteur ne détient pas la totalité de ses actifs sous forme de titres liquides[5].

Comme l'admettent désormais des membres haut placés de l'administration, les *stablecoins* ne sont pas vraiment destinés aux citoyens américains : ils « ne rapportent pas d'intérêts et ne bénéficient pas de la garantie fédérale des dépôts » (Miran, 2025). En revanche, « la véritable opportunité des *stablecoins* consiste à satisfaire l'appétit étranger inexploité pour les actifs en dollars, celui des épargnants situés dans des juridictions où l'accès au dollar est limité » (Miran, 2025). C'est ce qu'Eric Monnet a qualifié avec justesse de « cryptomercantilisme » : l'usage des stablecoins comme instruments de la puissance étatique par le biais de l'expansion d'entreprises privées (van't Klooster et al., 2025).

À l'avenir, les grandes plateformes américaines devraient déployer des *stablecoins* en dollars dans des pays à monnaie faible, en les commercialisant via les réseaux sociaux, le commerce en ligne et les canaux de transfert de fonds. La famille Trump possède elle-même le cinquième *stablecoin* en dollars par la taille, émis par sa société de cryptoactifs World Liberty Financial. Si les émissions sont restées globalement stables en 2026, l'ambition affichée est de faire passer l'encours total des *stablecoins* d'environ 300 milliards de dollars à l'été 2025 jusqu'à 3 000 milliards de dollars d'ici 2030 (Bessent, 2025).

Même si la trajectoire d'expansion paraît à ce stade beaucoup plus modeste, une nouvelle demande de dollars liée aux *stablecoins* pourrait renforcer l'emprise des États-Unis sur l'économie mondiale, y compris leur capacité à contraindre d'autres États à s'aligner sur leurs priorités nationales. Les entreprises technologiques et les institutions financières américaines pourraient commercialiser des *stablecoins* auprès des résidents de l'UE, en particulier dans les États membres hors zone euro. Elles en feront assurément la promotion dans le voisinage immédiat de l'UE. Dans les États où ils sont utilisés, les *stablecoins* entraînent des transferts involontaires d'épargne vers les États-Unis et placent les systèmes de paiement nationaux en partie

[5] Les *stablecoins* s'apparentent aux fonds monétaires et aux banques étroites (*narrow banks*) en ce qu'ils garantissent la valeur de moyens de paiement par des règles de convertibilité et de remboursement. Ils sont donc exposés à des risques de convertibilité et de défaut. Leurs usages semblent être (i) un véhicule pour les transactions internationales et les transferts de fonds, qui contourne le système financier traditionnel, et (ii) une réserve de valeur pour les investisseurs de l'écosystème des cryptoactifs. À ce titre, les *stablecoins* peuvent attirer des utilisateurs du monde entier en quête d'un instrument monétaire qui leur permette d'échapper aux coûts élevés des transferts de fonds, aux contrôles des capitaux ou aux obligations de transparence.

sous le contrôle d'entreprises privées américaines. S'ils s'imposaient à grande échelle, ils accéléreraient la dollarisation numérique.

2.3.3. Les effets de contagion sur la stabilité financière

Les banques et autres institutions financières européennes empruntent en dollars et émettent d'autres formes de dette dans cette monnaie (Klaus et Mingarelli, 2024) pour octroyer des crédits en dollars et développer leurs activités internationales. Une crise financière centrée sur le dollar est donc susceptible de frapper aussi les banques, les fonds d'investissement, les fonds de pension et les autres institutions financières européennes. En 2008, les grandes banques européennes ont subi un arrêt brutal du financement de gros en dollars. Si leur exposition à la liquidité en dollars a diminué depuis, la vulnérabilité de fond demeure. À l'époque, l'activation des lignes de *swap* de la Réserve fédérale a fourni la liquidité en dollars que les banques centrales européennes ne pouvaient pas créer elles-mêmes.

Les fondements juridiques du régime des lignes de *swap*, toujours discutables, paraissent de plus en plus fragiles dans un contexte d'attaques contre l'indépendance de la Fed (Perry, 2020 ; Menand, 2021). La base juridique sur laquelle la Fed s'appuie pour accorder des lignes de *swap* repose sur l'interprétation selon laquelle les *swaps* ne sont pas des prêts aux banques centrales étrangères. De telles interprétations paraissent vulnérables dans un paysage politique de plus en plus marqué par le rejet des pouvoirs administratifs étendus et par l'idée que la politique monétaire doit se limiter à un mandat étroit de stabilité des prix. Cherchant à proscrire toutes les interprétations juridiques controversées des agences indépendantes, l'administration Trump a, pour l'instant et avec l'assentiment implicite de la Cour suprême, exempté la Fed pour la « conduite de la politique monétaire », mais cette exemption ne s'étend pas à ses autres missions (Trump, 2025b).

L'administration actuelle pourrait faire de l'accès aux lignes de swap en dollars en temps de crise une faveur politique. L'octroi par l'administration américaine d'une ligne de *swap* du Trésor à l'Argentine, via le Fonds de stabilisation des changes, ou la récente demande des Émirats arabes unis en réponse à la crise iranienne sont de bons exemples de cette politisation en cours. Pour l'Europe, le blocage de l'accès aux dollars pourrait être brandi comme une menace, aux conséquences difficiles à anticiper s'il était mis à exécution. Les États européens et leurs banques seraient contraints de liquider en urgence leurs actifs en dollars. Les investisseurs de l'UE subiraient des pertes dans une telle vente forcée et pourraient parfois ne pas parvenir à lever suffisamment de liquidités. Certes, de telles ventes auraient aussi des répercussions clairement négatives pour les États-Unis, car elles dépasseraient aisément la capacité d'intermédiation des spécialistes en valeurs du Trésor (*primary dealers*) américains : le marché des *Treasuries* s'effondrerait probablement et la Fed devrait intervenir à une échelle sans précédent (Dafermos et al., 2023). Un tel effondrement porterait aussi gravement atteinte au statut des États-Unis comme émetteur mondial. Il n'en reste pas moins que la dépendance de l'UE à des

lignes de *swap* politisées crée une vulnérabilité manifeste, que les États-Unis pourraient aisément exploiter comme levier de court terme (Sigl-Glöckner et al., 2026).

3. L'économie de l'internationalisation des monnaies

La dépendance au dollar ne disparaîtra pas du simple fait d'une plus grande volatilité des rendements pour les investisseurs, car elle ne repose pas uniquement sur les rendements (Pforr, 2025). Dans les années 1970, l'usage du dollar s'est considérablement étendu alors même que la monnaie se dépréciait : depuis lors, les rendements de la dette en dollars ont généralement été plus volatils que ceux des autres grandes monnaies occidentales (Eren et Malamud, 2022).

Sevrer l'UE de sa dépendance au dollar n'est pas chose facile, car de puissants effets de réseau maintiennent le dollar en place (3.1). En outre, les différents usages de la monnaie sont liés par des interdépendances lâches, si bien que des mesures centrées sur un seul domaine (par exemple la dédollarisation des paiements) échoueront sans mesures correspondantes dans les autres (par exemple sur le commerce et l'investissement) (3.2). Mais les effets de réseau qui maintiennent le dollar en place peuvent aussi s'inverser : un progrès dans un domaine de la concurrence entre monnaies renforce les efforts menés dans les autres. Modifier les comportements de libellé dans l'UE exige donc une action concertée dans un large éventail de domaines. Contrairement à la plupart des pays, l'UE dispose, en tant que bloc monétaire, d'atouts méconnus, à condition qu'elle s'organise (3.3). C'est l'une des plus grandes économies du monde, avec une empreinte commerciale particulièrement importante. Elle dispose aussi de marchés financiers vastes et développés, très ouverts sur le monde. Enfin, et c'est peut-être le plus important, ses structures constitutionnelles lui confèrent une grande crédibilité en tant que créancier et partenaire multilatéral.

3.1. Avantage du titulaire et externalités de réseau

L'usage international d'une monnaie est d'abord et avant tout un phénomène de marché. Il est donc plus difficile de mener une politique active pour obtenir des progrès dans tel ou tel domaine, en particulier dans le cadre du modèle économique libéral de l'UE. En définitive, ce sont les acteurs privés qui fixent les contrats économiques, y compris le choix de la monnaie de libellé. Les particuliers et les entreprises sont pour l'essentiel libres de choisir la monnaie de libellé la plus avantageuse en termes de coûts.

La dynamique de marché de l'usage international des monnaies se caractérise par des externalités de réseau omniprésentes. Les Européens utilisent le dollar parce que leurs contreparties nationales et internationales l'utilisent. Ces externalités de réseau existent à la fois au sein de chaque fonction et entre les fonctions. Reprenons les trois usages.

Externalités de réseau dans le règlement et les paiements : l'utilité d'un moyen de paiement dépend de la qualité des infrastructures et d'une acceptation généralisée, qui réduisent les coûts de transaction. L'acceptation généralisée profite à la monnaie (dont la liquidité est

soumise à des effets de réseau) et aux infrastructures de paiement dans cette monnaie (soumises aux effets de réseau propres aux plateformes technologiques) (Rochet et Tirole, 2003 ; Evans et Schmalensee, 2005). Pour illustrer le premier cas, la plupart des transactions de change impliquent le dollar d'un côté, qui sert souvent d'intermédiaire entre deux monnaies beaucoup moins utilisées (BRI, 2025). Les paiements internationaux sont souvent convertis d'une monnaie locale en dollars, puis des dollars en une seconde monnaie locale, simplement parce que les circuits passant par le dollar sont les moins chers. Le dollar intervenait dans 89 % de l'ensemble des transactions de change de gré à gré (contre 29 % pour l'euro) (BRI, 2025b). Parce que le dollar est si largement utilisé, les transactions en dollars bénéficient d'écarts entre cours acheteur et vendeur très faibles, ce qui en accroît encore l'usage. Pour illustrer les effets de réseau des plateformes technologiques, Visa et Mastercard doivent leur rôle central dans les services de paiement européens à leur capacité à exécuter des paiements sur l'ensemble du continent. Utiliser le dollar est ici bon marché précisément parce que tout le monde l'utilise ; et parce que tout le monde l'utilise, y recourir est bon marché.

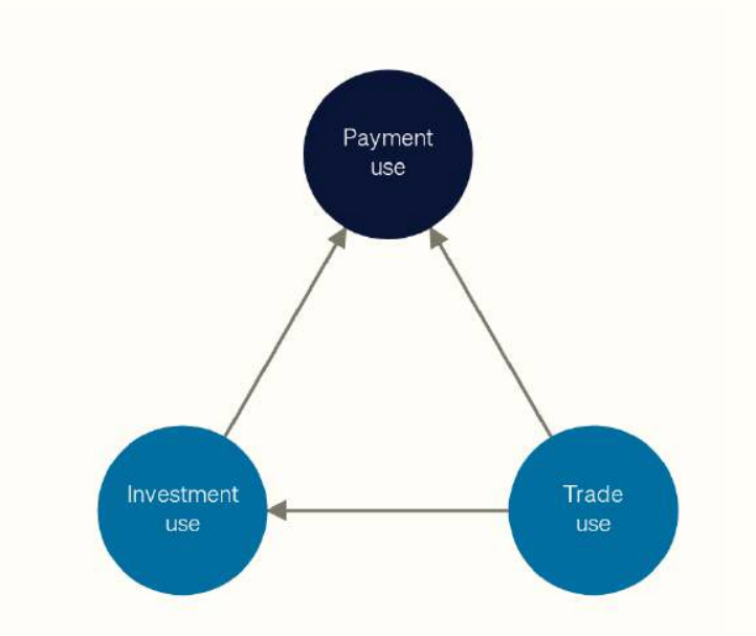
Externalités de réseau dans l'épargne et l'investissement : le choix de la monnaie dans laquelle investir et émettre est déterminé par la taille et la liquidité des marchés, ce qui donne naissance à ce que les économistes appellent un rendement de commodité (*convenience yield*) sur les actifs libellés en dollars (Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2012 ; Gorton, 2017). La profondeur des marchés financiers en dollars procure une sécurité et une convertibilité instantanée pour lesquelles les investisseurs sont prêts à payer une prime. Parce que les grandes banques centrales et les gestionnaires d'actifs détiennent des actifs en dollars pour gérer leur liquidité au quotidien, ce marché devient le plus liquide. Par conséquent, alors que les investisseurs ont généralement un fort biais en faveur des placements libellés dans leur propre monnaie, ce biais ne joue pas pour le dollar (Maggiori et al., 2020).

Externalités de réseau dans le commerce et la facturation : les entreprises fixent leurs prix en dollars simplement parce que d'autres le font (Gopinath, 2015 ; Gopinath et al., 2020 ; Amiti et al., 2022). Selon la littérature sur le paradigme de la monnaie dominante, les entreprises utilisent le dollar comme monnaie de facturation pour deux types de raisons : (i) les complémentarités stratégiques – elles veulent maintenir leurs prix stables par rapport à ceux de leurs concurrents, qui fixent leurs prix en dollars ; (ii) les liens entre intrants et production dans les chaînes de valeur mondiales – elles veulent maintenir le prix de leur production stable par rapport au prix de leurs intrants, libellés en dollars.

3.2. Interdépendances institutionnelles

Point crucial, ces trois usages bénéficient aussi d'externalités de réseau entre eux. Ces interdépendances sont lâches, puisque les différentes fonctions peuvent en théorie être distinguées. En pratique, toutefois, l'usage d'une monnaie pour une fonction renforce son usage pour les autres.

Figure 8 – Les trois usages de la dollarisation se renforcent mutuellement



Lecture : interdépendances lâches entre les trois usages d'une monnaie.

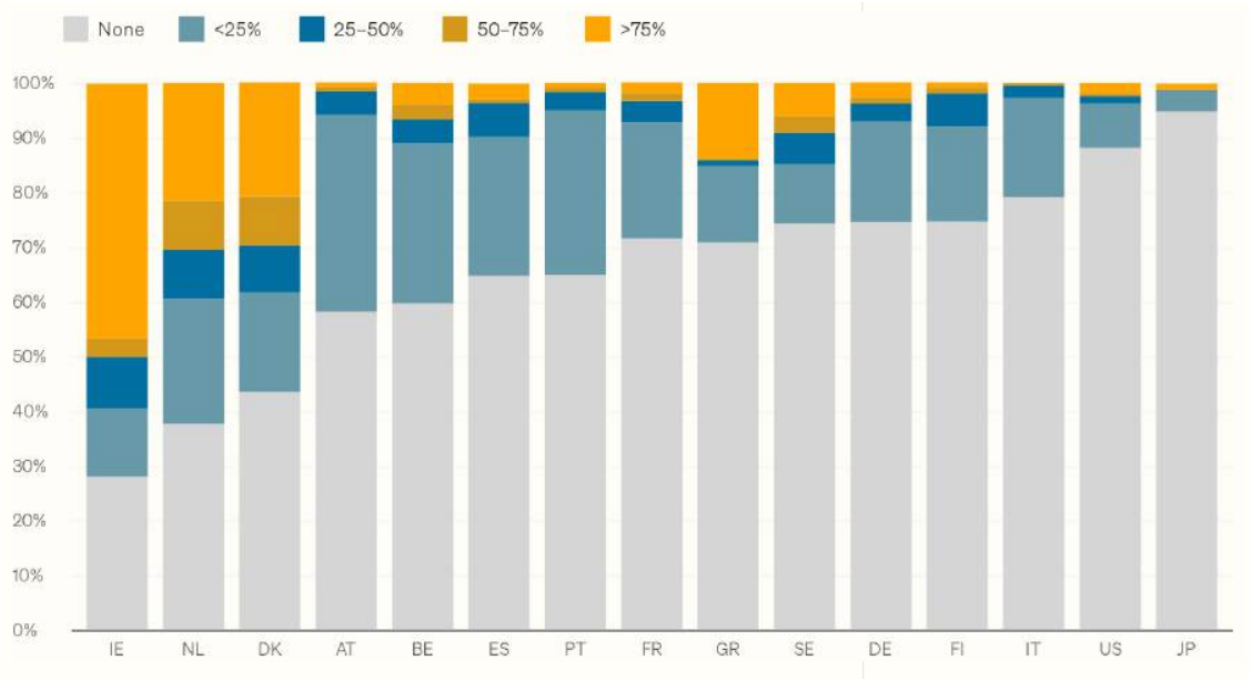
Source : auteurs.

Deux interdépendances sont cruciales (voir Figure 8). Premièrement, l'UE dépend des États-Unis pour les paiements parce que ses résidents utilisent le dollar pour l'investissement et le commerce. Prenons la raison profonde de la vulnérabilité des banques européennes aux sanctions secondaires : elle tient à leur besoin de régler des paiements par l'intermédiaire de banques correspondantes new-yorkaises. Les banques européennes sont liées à New York parce qu'elles émettent des dépôts bancaires libellés en dollars pour fournir des services financiers à leurs entreprises clientes et financer des investissements dans cette monnaie. Cette interdépendance est lâche, car il serait en principe possible d'utiliser le dollar pour facturer une vente sans régler le paiement correspondant à New York. Par exemple, la Chine a développé une stratégie de réduction des risques liés à son commerce libellé en dollars en créant une infrastructure de règlement en renminbi (voir Encadré 1). Celle-ci permet aux entreprises de régler leurs paiements en renminbi tout en facturant en dollars. Ce succès partiel de la dédollarisation repose cependant sur de vastes restrictions du compte de capital et sur d'autres politiques interventionnistes difficilement envisageables dans le contexte de l'UE. L'UE est arrimée à l'orbite financière des États-Unis par un réseau complexe d'institutions, de pratiques bancaires et d'infrastructures financières. Une stratégie européenne de dédollarisation des paiements, étroitement centrée sur une monnaie numérique et d'autres moyens de paiement, a donc peu de chances de réussir (voir Encadré 2).

La seconde grande interdépendance relie la dollarisation de l'investissement et de l'épargne dans l'UE à l'usage du dollar pour le commerce. Les entreprises qui vendent leurs produits en dollars voudront très

probablement utiliser aussi le dollar à des fins d'investissement, c'est-à-dire détenir des comptes bancaires en dollars, recevoir des crédits commerciaux en dollars ou émettre de la dette dans cette monnaie (Gopinath et Stein, 2021). Si les actifs d'une entreprise de l'UE sont valorisés en dollars, elle émettra probablement de la dette en dollars pour éviter une asymétrie de devises dans son bilan (Eren et Malamud, 2022). Elle souscrira aussi des crédits commerciaux, des assurance-crédit et tout instrument dérivé permettant de couvrir les expositions qui résultent de ses échanges en dollars. Une fois qu'une entreprise a émis de la dette en dollars, elle est encore plus incitée à facturer ses exportations en dollars, ce qui crée une « couverture naturelle » pour rembourser cette dette. Ces interdépendances renforcent donc les effets de réseau. Les entreprises émettent de la dette en dollars en partie en raison de l'usage généralisé du dollar pour la facturation et le financement. Inversement, la forte demande internationale de dette en dollars rend l'emprunt en dollars moins coûteux et plus profond pour les entreprises, ce qui consolide encore la domination du dollar.[6]

Figure 9 – Niveau le plus élevé de dette en devises, en pourcentage de la dette totale, déclaré par les grandes entreprises au cours de la période d'échantillonnage 2005-2023



Lecture : sur la période 2005-2023, 21,6 % des grandes entreprises néerlandaises ont déclaré, au moins une année, plus de 75 % de leur dette libellée dans une autre monnaie que l'euro (généralement le dollar).

Source : estimation de l'EMPN d'après Alfaro, Caballero et Hardy (2025).

[6] La dédollarisation des paiements et des règlements serait au mieux partielle, car elle ne met pas fin à la dépendance au dollar pour la facturation. Les entreprises de l'UE resteraient exposées à la volatilité du taux de change du dollar. Pour couvrir ce risque, elles recourraient davantage aux dérivés de change, ce qui exigerait à son tour que les banques européennes accumulent et détiennent des actifs sûrs libellés en dollars. Des politiques plus interventionnistes pourraient aussi être contournées par l'arbitrage réglementaire et des véhicules d'entreprise offshore.

La monnaie de libellé du commerce est donc un moteur majeur des usages de la monnaie pour les paiements et l'investissement, comme le confirme l'expérience historique. Par exemple, l'usage international du dollar a commencé avec la facturation commerciale dans les années 1910, lorsqu'il a supplanté le crédit commercial en sterling pendant la Première Guerre mondiale. À cette fin, le Federal Reserve Act de 1913 a créé une banque centrale chargée de réescompter les effets de commerce (Broz, 1997 ; Eichengreen et al., 2018). Avec la fin de Bretton Woods, les États-Unis se sont appuyés sur la facturation du commerce de l'énergie pour ancrer le rôle international du dollar. Le plan Marshall s'est traduit par d'importantes importations européennes de pétrole en provenance des États-Unis, créant une demande régulière d'actifs en dollars. Puis, dans les années 1970, devenus importateurs nets de pétrole, les États-Unis ont favorisé l'usage du dollar en faisant pression sur les États du Golfe pour qu'ils facturent leur commerce pétrolier en dollars (Spiro, 1999). Si le débat européen se concentre aujourd'hui souvent sur l'investissement (actifs sûrs, marchés de capitaux), la réussite de la dédollarisation du commerce est cruciale.

L'écart est le plus marqué pour le crédit qui finance le commerce. Fin 2020, l'euro représentait 37 % de la valeur totale des paiements transitant par Swift, contre 39 % pour le dollar, mais seulement 7 % de la valeur du financement du commerce, contre 86 % pour le dollar (Cipriani et al., 2023). L'euro sert à effectuer presque autant de paiements que le dollar, mais ne finance presque aucun des échanges qui les sous-tendent.

Ces dynamiques économiques plaident pour une action coordonnée dans les domaines des paiements, de l'investissement et du commerce. Avec une stratégie mieux coordonnée, les interdépendances et les effets de réseau joueront toutefois aussi en faveur de l'UE : le succès s'auto-entretient par des boucles de rétroaction et des points de bascule. Les racines du problème du dollar pour l'UE sont donc profondes, mais elles peuvent être surmontées par une stratégie concertée.

Encadré 1 : La stratégie chinoise pour le renminbi (Gerresheim et al., 2026)

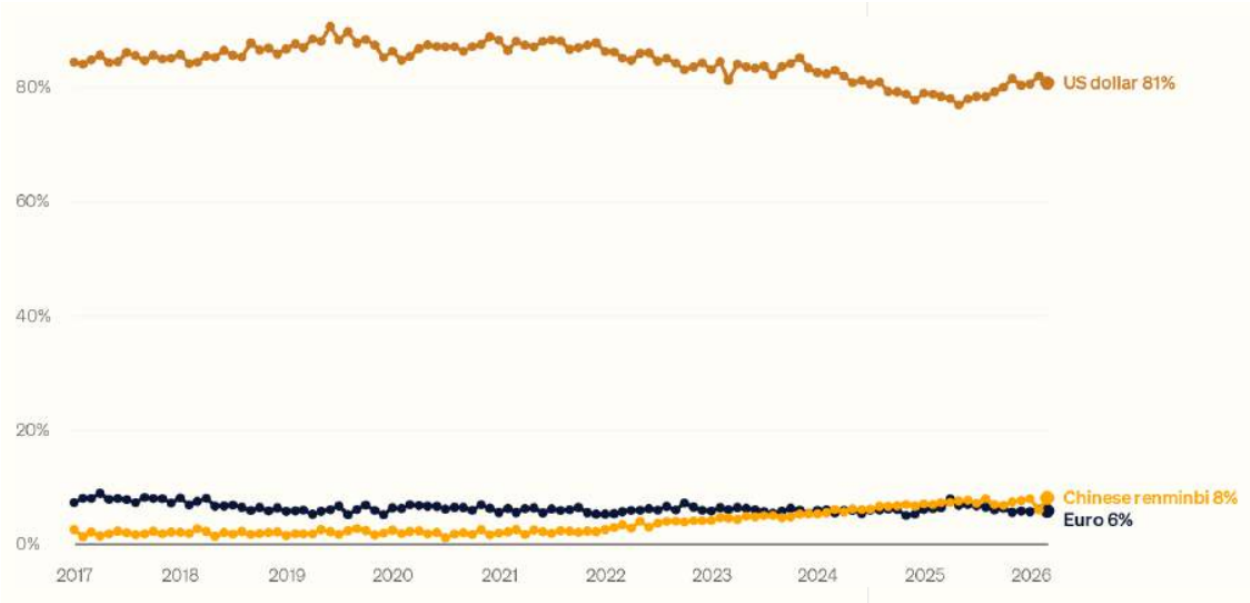
Depuis quinze ans, la Chine met méthodiquement en œuvre une stratégie visant à promouvoir le rôle international du renminbi et à réduire sa vulnérabilité liée à la dépendance au dollar (Eichengreen et al., 2024 ; Hofman et Petry, 2025). Malgré un compte de capital très restrictif, c'est la Chine qui a jusqu'ici le plus profité du recul du dollar. Ses progrès diffèrent nettement selon les trois usages d'une monnaie internationale : ils concernent surtout le règlement et, dans une certaine mesure, la facturation.

La Chine s'est attachée à développer des infrastructures de paiement efficaces, comme un réseau de banques de compensation offshore, le système de paiement CIPS et une monnaie numérique de banque centrale (l'e-CNY). La Banque populaire de Chine (PBoC) a aussi constitué un vaste réseau de lignes de swap bilatérales, non seulement pour soutenir des pays amis sur le plan financier, à l'instar de la Réserve fédérale, mais aussi pour étendre le rôle du renminbi dans la facturation et le règlement du commerce international (Bahaj et Reis, 2026). La Chine propose

désormais une infrastructure de paiement entièrement souveraine et entièrement publique, hors de portée des sanctions américaines, ce qui constitue un atout extraordinairement précieux dans un monde de plus en plus fragmenté sur le plan géopolitique. De toutes ces stratégies, c'est sur le règlement que la Chine a le plus progressé : plus de la moitié de son propre commerce est désormais réglée en renminbi, contre 10 % en 2012. Les progrès en matière de facturation et d'investissement sont plus limités. Le renminbi a récemment dépassé l'euro comme deuxième monnaie la plus utilisée pour la facturation commerciale, mais il reste peu utilisé dans les échanges entre pays tiers. Pour l'usage à des fins d'investissement, la Chine est freinée par le manque de profondeur des marchés en renminbi et par la séparation entre un marché onshore et un marché offshore centré sur Hong Kong. La Chine maintient un régime restrictif, administré par l'Administration d'État des changes (SAFE), qui encadre les flux de capitaux au moyen de limites quantitatives, d'exigences d'agrément pour les entrées, de conditions de durée pour les sorties et de l'interdiction d'investir dans des catégories entières d'actifs. Les actifs et passifs libellés en renminbi sont de ce fait très exposés aux interférences politiques. L'inclusion du renminbi dans le panier des DTS a toutefois discrètement contribué à en faire une monnaie d'investissement plus utilisée par les gestionnaires de réserves officielles dans le monde (en particulier par les banques centrales de certaines grandes économies émergentes).

Sans marchés en renminbi profonds, ouverts et liquides, la couverture de change reste coûteuse et les usages plus fondamentaux ne peuvent pas suivre le règlement. Lever ces contrôles des capitaux obligerait la Chine à réduire sa capacité à maîtriser ses arrangements monétaires internes et externes. Ces politiques ont peu de chances d'évoluer rapidement, car elles répondent à la fois à des objectifs de surveillance intérieure et à une crainte profonde de la fuite des capitaux et de son instrumentalisation par l'étranger (Freymann et Heng, 2025).

Figure 10 – Parts des trois principales devises dans les messages Swift relatifs au financement du commerce (en %, données mensuelles, 2017-2026)



Source : d'après BCE (2026), messages Swift relatifs au financement du commerce.

3.3. Des atouts méconnus

L'usage international des monnaies n'évolue que lentement, et peu d'exemples historiques de basculements majeurs peuvent guider notre réflexion. Dans un ordre monétaire de plus en plus multipolaire, les États devront prendre des décisions lourdes de conséquences sur la composition de leur panier de devises. L'UE est confrontée à des choix difficiles, mais c'est aussi le cas de nombreux autres pays. Contrairement à d'autres, l'UE dispose d'une voie claire pour faire de sa monnaie une alternative au dollar.

Premièrement, l'UE est une grande économie aux relations commerciales étendues, globalement comparable aux États-Unis et à la Chine. Elle pèse particulièrement lourd en tant que bloc commercial. Soixante-douze pays, représentant ensemble environ 40 % du PIB mondial, ont l'Europe pour premier partenaire commercial. L'UE dispose aussi du plus grand nombre d'accords commerciaux.

Le commerce étant au cœur d'une monnaie internationale efficace, la taille de l'UE comme bloc commercial est un atout clé dans la concurrence entre monnaies. L'UE pourrait toutefois utiliser plus efficacement sa puissance commerciale (Vallée, 2025 ; 2026). Des mesures importantes pourraient être prises pour inciter les entreprises européennes à facturer en euros, en ciblant les secteurs moins dépendants d'intrants en dollars, qui vendent surtout à des clients européens et dont le premier poste de coûts est constitué de salaires libellés en euros (comme c'est le cas de la plupart des entreprises de l'UE). D'autres incitations à l'usage de l'euro pourraient passer par des conditions de devise attachées au crédit et à l'assurance à l'exportation, par certaines clauses monétaires dans les accords de libre-échange de l'UE et par un réseau ciblé de lignes de swap bilatérales de la BCE.

Tableau 1 – Avoirs financiers extérieurs des trois principales économies, 2025 (en millions de dollars et en % du PIB mondial)

	Investissements de portefeuille à l'étranger (obligations et actions)	Autres investissements à l'étranger (prêts, etc.)
UE à 27, hors UE (Eurostat)	17 737 750,4 $ **(15,0 %)**	8 727 202,4 $ **(7,4 %)**
États-Unis (FRB St. Louis)	19 200 196,0 $ **(17,3 %)**	6 492 483,0 $ **(5,9 %)**
Chine (SAFE)	1 987 500,0 $ **(1,8 %)**	2 449 400,0 $ **(2,2 %)**

Tableau 2 – Engagements financiers extérieurs des trois principales économies, 2025 (en millions de dollars et en % du PIB mondial)

	Investissements de portefeuille à l'étranger (obligations et actions)	Autres investissements à l'étranger (prêts, etc.)
UE à 27, hors UE (Eurostat)	20 657 544,3 $ **(17,5 %)**	7 980 059,1 $ **(6,8 %)**
États-Unis (FRB St. Louis)	38 248 608,0 $ **(34,5 %)**	9 963 822,0 $ **(9 %)**
Chine (SAFE)	2 350 700,0 $ **(2,1 %)**	1 358 000,0 $ **(1,2 %)**

Deuxièmement, l'UE dispose de marchés financiers vastes et développés, quoique segmentés, ainsi que d'un compte de capital entièrement libéralisé, qui fondent son attractivité pour les capitaux étrangers. Sa puissance économique et son ouverture favorisent d'importants flux financiers transfrontières, dont une part substantielle est placée sur les marchés américains (voir Tableaux 1 et 2). Comme nous l'expliquons dans l'encadré 1, le renminbi, bien qu'on le présente comme un rival du dollar, ne dispose pas de marchés financiers aussi profonds et liquides ouverts aux investisseurs étrangers.

L'euro, lui, dispose déjà de marchés financiers importants, libres de tout contrôle des capitaux : environ 20 % de l'ensemble des actifs et passifs extérieurs mondiaux sont aujourd'hui libellés en euros (environ 50 % le sont en dollars) (CE, 2026). Si ses marchés restent segmentés par les institutions, la réglementation, le droit de l'insolvabilité et les régimes fiscaux, l'UE mène des politiques destinées à améliorer sa position internationale, comme le règlement sur les infrastructures de marché européennes (EMIR) et le plan d'action 2020 pour l'union des marchés de capitaux (avec des avancées récentes importantes sur l'insolvabilité des entreprises et la stratégie en matière d'investissement de détail) (CE, 2026). De nouveaux progrès sont possibles grâce aux initiatives de l'union de l'épargne et des investissements visant à harmoniser la supervision et la réglementation, ainsi que grâce à une proposition ambitieuse d'euro numérique tournée vers l'international (voir Encadré 2). L'UE a aussi pris des mesures importantes pour renforcer sa position, et celle de ses États membres, en tant qu'émetteurs d'actifs sûrs. Par exemple, en 2023, l'UE a regroupé les émissions de ses différents programmes sous une bannière unique d'obligations de l'UE (EU-Bonds). Ces avancées reflètent la sophistication de la machine législative européenne, qui a permis l'intégration des marchés depuis les années 1980.

Troisièmement, de façon plus immatérielle mais en définitive décisive, l'UE bénéficie de sa crédibilité et de son attachement profond à l'État de droit. Un émetteur de monnaie mondiale est un émetteur mondial de passifs, c'est-à-dire d'engagements immatériels adossés à la

confiance. Les détenteurs d'actifs ne courent pas seulement des risques de sanctions, de confiscation et de défaut, mais aussi d'érosion de la valeur réelle de leurs actifs par l'inflation, les régimes fiscaux et d'autres choix législatifs. Le lien entre démocratie et monnaie est profond. Au cours des siècles passés, les monnaies qui se sont imposées ont rarement été émises par des monarques absolus. La monnaie internationale est au contraire venue de cités-États italiennes relativement petites et de la République des Provinces-Unies, républiques crédibles gouvernées par des marchands (Stasavage, 2011). La crédibilité a aussi été au cœur de l'ordre monétaire américain, l'indépendance de la banque centrale et une politique économique libérale garantissant la valeur réelle de la dette du Trésor.

Encadré 2 : Le rôle crucial mais partiel de l'euro numérique de détail

L'euro numérique est la première tentative sérieuse de créer un système public de paiement de détail paneuropéen. Il vise à combiner la confidentialité et la fiabilité des espèces avec la facilité du paiement numérique. En juin 2023, la Commission a présenté une proposition législative, actuellement en cours d'examen dans le cadre de la procédure législative de l'UE. En octobre 2025, la BCE a annoncé le passage à une nouvelle phase de deux ans consacrée au développement technique et aux projets pilotes (BCE, 2025). Dans sa version actuelle, l'euro numérique est conçu pour compléter les espèces dans les paiements du quotidien. La banque centrale fournira l'infrastructure de règlement de base et fixera le corpus de règles, mais elle ne saura pas qui effectue chaque paiement. Les portefeuilles numériques des utilisateurs seront alimentés à partir de leurs comptes bancaires. Les services de paiement destinés à la clientèle resteront assurés par les banques et d'autres prestataires privés. Les portefeuilles numériques seront plafonnés à un montant encore à déterminer (le chiffre de 3 000 euros est régulièrement avancé). Le projet de règlement contient des dispositions permettant l'usage de l'euro numérique dans les États membres hors zone euro et dans les pays tiers (articles 18, 19 et 20).

L'introduction d'un euro numérique serait historique : elle doterait l'UE d'un système de paiement largement utilisé et à l'abri de toute ingérence américaine. C'est une étape importante pour donner à l'euro un avenir de monnaie mondiale, mais elle contribue peu à son internationalisation : le règlement actuel limite la détention par des non-résidents et vise à interdire l'usage pour les paiements de gros. Certains ont fait valoir que l'UE pourrait dès à présent s'affranchir des États-Unis pour ses paiements grâce à un stablecoin en euros, c'est-à-dire un jeton numérique en euros émis sous forme de dette par des banques européennes (Navarette, 2025). Les banques européennes sont toutefois très vulnérables aux sanctions secondaires. Elles constituent une cible facile pour les États-Unis lorsqu'ils cherchent à bloquer les concurrents du dollar, et échappent largement au contrôle des pouvoirs publics en cas de cyberattaque ou d'autre situation d'urgence. Des jetons émis par la BCE aideraient à libérer l'UE des sociétés de paiement américaines et de l'infrastructure mondiale du dollar.

L'UE jouit d'une excellente réputation à cet égard, grâce à des institutions solides et à un engagement en faveur des droits des investisseurs (voir par exemple les indicateurs mondiaux de gouvernance de la Banque mondiale). Cela se reflète aussi dans sa position d'émetteur : contrairement aux États-Unis, l'UE elle-même bénéficie d'une note AAA, et cinq des neuf souverains notés AAA sont des

États membres de l'UE[7]. La structure constitutionnelle de l'UE, faite d'un ordre juridique supranational et d'États membres démocratiques, renforce encore le caractère fondé sur les règles du système politique européen. L'UE est ainsi un partenaire fiable dans une économie mondiale de plus en plus anarchique. C'est d'ailleurs pour cette raison que la BCE a incité les gouvernements européens à éviter la confiscation des avoirs de réserve officiels détenus dans les banques et les chambres de compensation européennes, qui violerait les principes d'immunité souveraine consacrés par les pratiques internationales.

Les caractéristiques décisives pour émettre une monnaie internationale sont souvent très difficiles à acquérir pour les États qui ne les possèdent pas, car elles plongent leurs racines dans des facteurs géographiques de taille et dans la structure constitutionnelle de l'État. Il est donc surprenant que, malgré ces atouts, l'UE ait constamment échoué à concrétiser son ambition de renforcer la place de l'euro dans le monde.

4. Vers une stratégie concertée

L'UE dans son ensemble a beaucoup à gagner au renforcement du rôle international de l'euro, mais les acteurs privés qui s'éloignent du dollar continuent de supporter des coûts et des risques élevés. Sortir de ce piège collectif exige une action coordonnée pour créer des options économiquement viables et efficaces, offrant une alternative au dollar fondée sur l'euro (4.1). Le principal obstacle à la réalisation de ces objectifs tient au fait que l'UE ne dispose pas de structures de gouvernance de nature suffisamment politique (4.2). Trois obstacles clés empêchent l'UE de promouvoir efficacement le rôle international de l'euro : (i) une décision publique cloisonnée ; (ii) une résolution inefficace des conflits entre institutions européennes et entre États membres ; (iii) l'absence d'ancrage institutionnel et de redevabilité. À l'avenir, l'UE a besoin d'une stratégie spécifique, définie dans un rapport interinstitutionnel, mise en œuvre par une *task force* Eurogroupe+ dédiée à l'internationalisation et dont la redevabilité serait ancrée dans un semestre de l'internationalisation de l'euro (4.3).

4.1. Dédollariser l'UE et développer l'usage international de l'euro

Les externalités de réseau et les interdépendances lâches impliquent deux caractéristiques des monnaies internationales, décisives pour leur internationalisation :

- **Effets de verrouillage** : une fois qu'une monnaie internationale a atteint une taille suffisante, il devient difficile ou coûteux pour ses utilisateurs de passer à une alternative, même si celle-ci offre une plus grande stabilité ou un meilleur alignement politique. Il en résulte un échec de coordination : alors que l'économie de l'UE dans son ensemble pourrait gagner à basculer vers l'euro, aucun acteur privé ne peut le faire en premier sans

[7] En avril 2026, l'UE est notée AAA par Fitch, Moody's, Scope et DBRS, et AA+ par S&P. Les États notés AAA par les trois grandes agences de notation sont le Danemark, l'Allemagne, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Suède, ainsi que l'Australie, la Norvège, Singapour et la Suisse.

s'exposer à des coûts plus élevés ou à des risques de liquidité. Ce piège collectif rend impossible un ajustement purement fondé sur le marché.

- **Hétérogénéité des dépendances** : au sein d'une même fonction, le degré de verrouillage varie d'un acteur de marché à l'autre. L'industrie pétrochimique de l'UE est fortement dollarisée, car ses principaux intrants (matières premières fossiles et produits chimiques intermédiaires) comme ses concurrents internationaux sont tous libellés en dollars. Les entreprises européennes s'approvisionnent toutefois souvent en euros pour une part considérable de leurs intrants, en particulier les salaires.

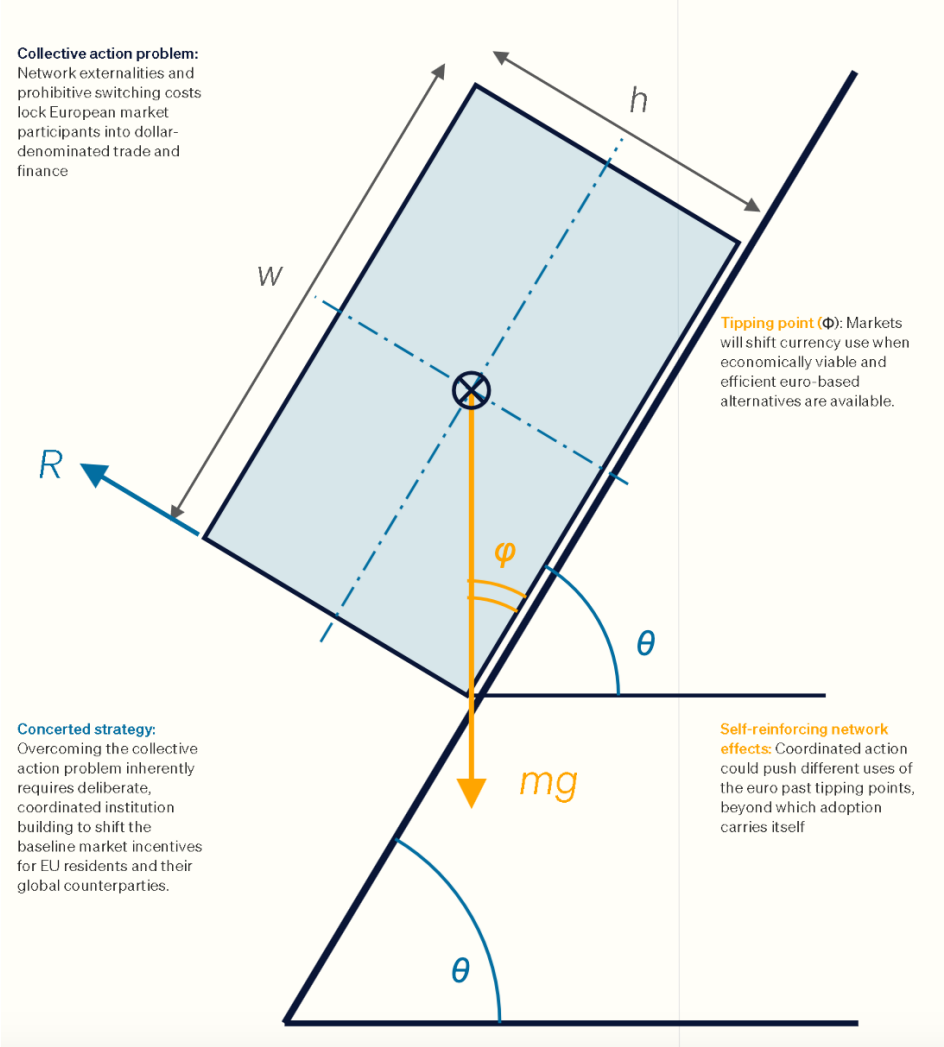
Une monnaie européenne de grande envergure, largement utilisée pour les paiements, l'investissement et le commerce, briserait le verrouillage en faveur du dollar, tout en donnant au continent un puissant levier géoéconomique et une garantie de sa souveraineté monétaire intérieure. Est-ce faisable ?

Dédollariser l'UE est inévitablement un projet d'internationalisation de l'euro. Les Européens utilisent aujourd'hui le dollar parce que leurs contreparties nationales et internationales l'utilisent pour les paiements, le commerce et la finance. Ce piège collectif rend impossible un ajustement purement fondé sur le marché et exige de construire délibérément d'autres institutions et d'autres pratiques bancaires. Une stratégie réussie suppose de modifier les incitations de marché des résidents de l'UE, de sorte qu'eux-mêmes et leurs contreparties étrangères préfèrent des solutions fondées sur l'euro. Dédollariser l'UE est donc par nature un projet d'internationalisation de l'euro, qui brise le verrouillage en faveur du dollar.

À quoi devrait alors ressembler une stratégie réussie d'internationalisation de l'euro ? À mesure que le rôle international de l'euro progressera, il attirera davantage d'utilisateurs, ce qui accroîtra son utilité. Dès lors que les solutions fondées sur l'euro deviennent moins chères et que le coût de la dépendance envers un émetteur étranger augmente, l'adoption devient rapide et généralisée. Une action coordonnée sur les paiements, le commerce et l'investissement pourrait pousser les différents usages de l'euro au-delà de points de bascule, à partir desquels l'adoption s'entretient d'elle-même (voir Figure 11).

Point crucial, l'euro n'a pas besoin de dépasser le dollar et de devenir le nouvel hégémon monétaire mondial pour bénéficier de dynamiques systémiques auto-entretenues. L'objectif clé doit être de développer des solutions fondées sur l'euro qui soient économiquement viables et efficaces. Cela peut passer par une infrastructure financière mondiale plus performante que celle dont disposent les utilisateurs du dollar. Cela exige aussi un engagement multilatéral spécifique avec les pays tiers pour s'accorder sur les nouvelles règles du jeu monétaire.

Figure 11 – Une fois le point de bascule franchi, l'adoption de l'euro s'entretient d'elle-même



Note : l'image représente le point de bascule, atteint lorsque l'angle d'inclinaison θ (thêta) dépasse φ.

Lecture : le bloc bascule dès que l'angle d'inclinaison θ dépasse l'angle critique arctan(w/h), lorsque la ligne de poids mg passe au-delà de l'arête de pivot au lieu de retomber dans le bloc

Source : auteurs.

Il existe déjà un large consensus sur les types de politiques qui seraient efficaces, même si celles-ci (par exemple l'union de l'épargne et des investissements) soulèvent leurs propres difficultés de mise en œuvre. Nous dressons une liste de politiques réalisables et efficaces, mais notre diagnostic institutionnel est compatible avec un large éventail de stratégies spécifiques d'internationalisation de l'euro.

Premièrement, pour les **paiements et le règlement en euros**, de nouvelles évolutions technologiques sont en passe de révolutionner les pratiques et les institutions existantes (ABE, 2024 ; Eurosystème, 2026 ; Eurogroupe+, 2026). Dans ce contexte, les systèmes de correspondance bancaire centrés sur les États-Unis paraissent lents, coûteux et très vulnérables aux ingérences. Pour offrir à l'UE et aux pays tiers une voie de sortie de la dollarisation des règlements et des

paiements, l'UE devrait chercher à développer des infrastructures de règlement en euros qui contournent les systèmes fondés sur le dollar et les surpassent en rapidité, en coût et en résilience. Pour les paiements de détail, l'euro numérique sera crucial, mais il ne prévoit pas encore de modalités transfrontières (voir Encadré 2). Le service TARGET de règlement des paiements instantanés (TIPS) de la BCE est déjà plus rapide et moins cher, et règle entièrement en monnaie de banque centrale. L'UE devrait accélérer ses travaux sur la monnaie numérique de banque centrale de gros (Pontes/Appia) et trouver les moyens de relier l'euro numérique de gros aux systèmes de paiement rapide extérieurs à l'UE (par exemple UPI ou Pix) via le projet Nexus de la Banque des règlements internationaux. L'avenir des paiements mondiaux en euros reposera probablement sur plusieurs actifs de règlement publics émis par la BCE, sous forme de crédit et de jetons, et sur une diversité de formes de monnaie privée, elles aussi sous forme de crédit et de jetons. Pour intégrer de nouvelles formes numériques et plus performantes de monnaie privée, l'UE doit ménager un espace pour l'innovation et l'expérimentation. Par exemple, la monnaie privée en euros sous forme de jetons peut revêtir de nombreuses formes, dont les *stablecoins* (adossés à des réserves) et les dépôts bancaires tokenisés (adossés à la convertibilité bancaire), ces derniers n'étant probablement pas transférables à des non-clients de la banque concernée sans que celle-ci intervienne ou en soit informée (Reichlin et al., 2026). Certains estiment que l'Europe pourrait chercher à développer l'usage de *stablecoins* en euros pour proposer une alternative et éviter la dollarisation, mais cette stratégie comporte des risques pour la stabilité financière. En effet, si les principaux émetteurs sont surtout basés aux États-Unis avec des entités homologues en Europe, on voit mal dans quelle mesure cela aiderait à éviter les risques de dollarisation. Cela accroîtrait aussi considérablement les risques pour la stabilité financière si les *stablecoins* émis en Europe et aux États-Unis étaient fongibles et remboursables d'une juridiction à l'autre. Surtout, il n'est pas certain que la demande de *stablecoins* en euros serait importante. Tous ces instruments comportent des risques fondamentaux pour la stabilité financière. Par exemple, dans le cadre réglementaire européen, où le règlement MiCAR rend les remboursements gratuits en Europe, des *stablecoins* fongibles émis aux États-Unis pourraient être exportés en Europe et y être remboursés. Dans un domaine en évolution rapide, il est crucial d'adopter une approche technologiquement neutre, qui ne cède ni à un techno-optimisme mal placé ni aux intérêts des banques en place, afin de trouver les solutions de paiement les plus efficaces sur le plan technologique.

Deuxièmement, la trajectoire pour promouvoir **l'épargne et l'investissement en euros** est claire et ses principaux paramètres sont désormais bien compris. La domination des marchés de capitaux américains reflète leur profondeur et leur liquidité, pour lesquelles les investisseurs sont prêts à payer une prime (le rendement de commodité). Accéder au statut de monnaie mondiale exige d'abord et avant tout un accroissement de l'offre d'actifs sûrs libellés en euros. À ce jour, les émissions d'actifs

sûrs de l'UE, d'un peu moins de 800 milliards d'euros, restent de taille modeste, tandis que la dette de nombreux États membres n'a pas le statut d'actif sûr (CE, 2026b). Actuellement, le Bund allemand fait office d'actif de référence de l'UE (l'actif servant à évaluer les titres libellés en euros). Un ensemble plus large d'actifs sert d'actifs sûrs, définis comme des titres dont la valeur augmente de manière fiable lors des crises systémiques, sous l'effet de la fuite vers la qualité. La persistance d'écarts de rendement entre États membres de la zone euro montre que la majorité des obligations souveraines de l'UE fonctionnent comme des actifs risqués, qui se déprécient en période de tensions sur les marchés. L'UE peut remédier à la pénurie d'actifs sûrs en euros en émettant de la dette commune et en améliorant le statut d'actif sûr des dettes souveraines libellées en euros (Wesseling, 2026). Elle peut y parvenir en améliorant la solvabilité des États, en harmonisant les marchés de dette existants et grâce à une politique monétaire de soutien (voir Encadré 3). L'union de l'épargne et des investissements est essentielle non seulement pour faire de l'UE une destination des investisseurs mondiaux, mais aussi pour inciter les investisseurs européens à revenir sur leur propre marché. Les mesures clés sont l'harmonisation des régimes juridiques (ou un 28e régime) et une supervision supranationale. Dernier point : les marchés des changes en dollars bénéficient aujourd'hui d'une forte liquidité et d'écarts entre cours acheteur et vendeur réduits. Les efforts de l'UE pour encourager la facturation en euros et une conversion plus directe en euros peuvent contribuer à créer un nouvel équilibre sur le marché des changes de l'euro, avec des retombées positives pour les titres et les dérivés libellés en euros. Si la technologie joue sans doute un rôle moindre pour attirer l'investissement sur les marchés de capitaux, l'UE devrait néanmoins se placer à la frontière technologique, avec une réglementation qui normalise la reconnaissance juridique des actifs tokenisés libellés en euros.

Troisièmement, pour **la facturation du commerce en euros**, l'UE devrait chercher à dédollariser de manière sélective les chaînes de valeur transfrontières dans les secteurs où cela est réaliste, compte tenu de l'hétérogénéité de la dépendance au dollar. La faisabilité est la plus forte dans les secteurs où l'UE est un acheteur, un vendeur ou un prescripteur de normes de premier plan (par exemple le commerce intra-UE, les produits agricoles, les technologies vertes ou l'aéronautique). Dans ces domaines, l'UE peut utiliser son poids économique pour encourager, voire imposer, la facturation en euros, par exemple au moyen des accords commerciaux et de la commande publique. Dans d'autres secteurs, les dépendances au dollar peuvent être profondément ancrées : c'est le cas des matières premières, dont la tarification mondiale est liée à des indices de référence libellés en dollars (par exemple LME, CBOT), ou des chaînes d'approvisionnement complexes (par exemple les hautes technologies ou l'aéronautique). Dans un contexte de développement, les prêts en monnaie locale présentent des avantages évidents pour le bénéficiaire. Là encore, l'UE dispose d'un large éventail de leviers : (i) la politique commerciale peut intégrer des clauses de facturation en euros dans les accords commerciaux et imposer ou encourager la facturation en euros pour les projets financés par l'UE ou les appels d'offres

dans des secteurs stratégiques ; (ii) le crédit et le financement commerciaux, ainsi que les prêts au développement international (Banque européenne d'investissement, programmes de prêts des États membres, éventuellement Banque européenne pour la reconstruction et le développement), peuvent être plus souvent accordés en euros, non pas de manière uniforme, mais là encore de façon adaptée pour cibler des chaînes de valeur précises ; (iii) l'UE devrait adopter des règles de commande publique favorables à la facturation en euros ; (iv) la politique industrielle de l'UE devrait relier les secteurs prioritaires, comme les énergies renouvelables et les infrastructures numériques, aux infrastructures financières et de paiement ; (v) l'UE devrait créer des indices de référence alternatifs fondés sur l'euro pour les principales matières premières ; (vi) la BCE devrait compléter son cadre EUREP actuel par un réseau clair de lignes de *swap* spécifiquement conçu pour développer le commerce international et sa facturation en euros (voir encadré 3). En définitive, la dédollarisation de la facturation doit être sélective et stratégique, et se concentrer sur les secteurs où l'UE peut effectivement briser le verrouillage en faveur du dollar.

Les infrastructures et pratiques bancaires offshore constituent une condition préalable transversale à l'usage international de l'euro. L'internationalisation de l'euro exige que des institutions financières situées hors de la zone euro émettent davantage de dépôts bancaires libellés en euros et octroient davantage de crédit en euros. Cela implique des risques de liquidité et de change, tant pour le système bancaire que pour l'État souverain. La politique des lignes de *swap* et la coopération réglementaire sont ici cruciales. Les lignes de *swap* permettent aux banques centrales étrangères d'accorder des crédits d'urgence en cas de crise (voir encadré 3). La BCE devrait affirmer clairement sa volonté d'agir comme prêteur en dernier ressort mondial, d'autant que l'engagement américain dans ce rôle vacille. L'UE pourrait de plus en plus vouloir dialoguer directement avec les pays tiers sur l'harmonisation de la réglementation et de la supervision bancaires, plutôt que de le faire dans le cadre des réseaux transgouvernementaux financiers existants (le Réseau pour le verdissement du système financier, NGFS, est un bon exemple de la manière dont une telle coordination pourrait être structurée) (Helleiner et al., 2025).

4.2. Les obstacles institutionnels

Au vu de cette liste de politiques réalisables et efficaces pour concrétiser le potentiel de l'euro comme monnaie mondiale, nous posons une question institutionnelle cruciale : pourquoi l'UE n'a-t-elle pas réalisé son potentiel de grande monnaie internationale ? Les analyses de cette question mettent souvent l'accent sur un seul aspect de l'internationalisation monétaire, par exemple l'absence d'un vaste réservoir d'actifs sûrs libellés en euros (Ilzetzki et al., 2020) ou la fragmentation des marchés de capitaux (BCE, 2025a). Or, comme nous l'avons vu, promouvoir le rôle international d'une monnaie exige des actions concertées dans de nombreux domaines différents, avec la nécessité d'aligner les politiques en matière de paiements et de commerce. La récente note de la Commission européenne à l'Eurogroupe (CE, 2026) constitue une

avancée majeure, mais elle n'est pas à la hauteur d'une véritable stratégie.

Les obstacles cruciaux à une internationalisation réussie de l'euro ne sont pas d'ordre technique mais politique[8]. **D'une part, une stratégie concertée exige d'agir sur les politiques des paiements, de l'investissement et du commerce, très cloisonnées dans le contexte de l'UE.** Déjà, dans un État classique, l'usage international d'une monnaie relève de plusieurs ministères, comme ceux des finances, de l'économie et des affaires étrangères (James, 2013). Au cours des dernières décennies, la politique monétaire et financière a été de plus en plus déléguée aux banques centrales et à d'autres agences indépendantes, qui mènent leur propre diplomatie financière internationale au sein de la Banque des règlements internationaux, de son Comité de Bâle et d'autres réseaux transgouvernementaux financiers (Moschella et Tsingou, 2024 ; Abbott, 2018). Ainsi, même dans une structure étatique classique, la politique d'une monnaie internationale n'a pas de port d'attache institutionnel.

La structure complexe à plusieurs niveaux de l'UE et de ses 27 États membres, dont 21 ont adopté l'euro, ajoute de nouvelles couches de complexité. L'annexe présente une vue d'ensemble des principaux organes de décision de l'UE et des États membres qui jouent un rôle décisionnel important et disposent d'une expertise utile à une stratégie efficace d'internationalisation de l'euro. Cette liste atteint déjà aisément 200 organismes distincts.

Faute d'une coordination adéquate, les décideurs renforcent involontairement la dépendance au dollar, par exemple au moyen de crédits à l'exportation libellés en dollars ou d'une réglementation bancaire qui place les *Treasuries* sur un pied d'égalité avec la dette de l'UE (Sigl-Glöckner et al., 2026).

Deuxième obstacle à une politique efficace d'internationalisation de l'euro : l'inadéquation des structures de résolution des conflits politiques potentiels (Schelkle, 2017) entre institutions européennes et entre États membres. La procédure législative de l'UE n'apporte qu'une réponse partielle à ce défi, car toute décision ne peut pas résulter d'une nouvelle législation européenne. Un usage international plus large de l'euro dans les paiements, l'investissement et le commerce aura des coûts et des bénéfices répartis de manière complexe au sein de l'UE (Gerresheim et al., 2025). Indépendamment de l'internationalisation monétaire, les progrès de l'intégration financière se sont parfois dérobés à l'UE malgré des efforts répétés.

La façon dont les enjeux financiers nationaux brident fortement les ambitions mondiales de l'UE est bien illustrée par le projet d'euro numérique (Storbeck et Tamma, 2025 ; Bollen, 2025). Bien que les enjeux distributifs y soient relativement modestes, un lobbying intense du secteur bancaire européen a fortement limité la

[8] Pour des analyses similaires centrées sur la fragmentation de la gouvernance et les conflits politiques, voir McNamara, 2008 ; Germain et Schwartz, 2014 ; Eichengreen et al., 2018.

conception et l'ambition du projet. La proposition actuelle d'une MNBC plafonnée à un faible montant à quatre chiffres a peu de chances de changer la donne à l'échelle mondiale. L'interconnexion transfrontière de systèmes nationaux de MNBC nécessitera des accords diplomatiques, porteurs de leurs propres enjeux politiques. Les enjeux de l'usage à des fins d'investissement sont (sensiblement) plus élevés, car celui-ci pourrait ouvrir une vaste demande nouvelle d'actifs libellés en euros, avec des bénéfices significatifs pour leurs émetteurs. À ce jour, les bénéfices de la demande des investisseurs internationaux restent « inégalement concentrés sur les quelques pays qui émettent ce que les investisseurs perçoivent comme des actifs sûrs » (Panetta, 2020).

S'agissant du commerce, un usage international plus large de l'euro exigera là encore un engagement multilatéral avec les pays tiers. Ces politiques pourraient par exemple devoir être intégrées à des négociations commerciales européennes politiquement sensibles (Germain et Schwartz, 2014). À terme, l'usage international de l'euro pourrait aussi avoir des effets de change qui créent des gagnants et des perdants au sein de l'UE (Gerresheim et al., 2025). Pour l'instant, l'euro international est resté un dossier relativement dépolitisé, mais cela prendra vite fin à mesure que les progrès s'accéléreront. Élaborer une stratégie d'internationalisation cohérente suppose de décider en présence d'arbitrages distributifs complexes, pour lesquels l'UE a besoin de procédures interinstitutionnelles efficaces.

Troisième obstacle institutionnel aux progrès de l'internationalisation de l'euro : l'insuffisance de l'ancrage institutionnel et de la redevabilité. Promouvoir l'usage international de l'euro suppose un travail organisationnel dédié à un sujet précis ainsi que la mobilisation des capacités et de l'expertise existantes. Historiquement, la Commission a pris la tête de l'achèvement du marché unique dans les années 1980, tandis que le Conseil en particulier, ainsi que l'Eurogroupe, ont coordonné la réponse à la crise des dettes souveraines. Pour l'euro, l'expertise et la réputation restent l'apanage des banques centrales, ce qui en ferait naturellement les principaux acteurs. Cependant, en tant que décideur non élu investi d'une mission de politique monétaire interne, la BCE s'est montrée réticente à formuler une vision stratégique pour des politiques d'internationalisation de l'euro qui sortent de son mandat.

Faute d'un ancrage adéquat, l'objectif de sevrer l'Europe de sa dépendance au dollar est apparu puis a disparu de l'agenda pendant plus de cinq décennies, suscitant brièvement l'intérêt avant de retomber. À la fin des années 1960, le chaos monétaire provoqué par les déficits budgétaire et commercial américains a conduit à la première tentative d'unification des monnaies européennes. À la fin des années 1980, l'euro a de nouveau été lancé dans le but de réduire la dépendance de l'UE au dollar. Construire une monnaie internationale exige toutefois une action soutenue sur de longues périodes. Historiquement, les États membres de l'UE se sont heurtés à des obstacles considérables pour contester l'hégémonie financière américaine, en raison de leurs

dépendances géopolitiques et sécuritaires (Strange, 1994). Le sujet est donc resté cantonné aux cercles technocratiques des organes de politique monétaire et financière. D'un point de vue historique, l'administration Trump offre une fenêtre d'opportunité non seulement pour définir une stratégie unifiée, mais aussi pour réformer la gouvernance de l'euro international. Cette occasion ne doit pas être gâchée.

Considérons, à cette aune, le regain d'intérêt pour l'euro international en 2018 (CE, 2018). Cette année-là, les sanctions de Trump contre l'Iran ont conduit la Commission européenne à relancer le dossier de l'euro international. Une communication de décembre 2018 visait à présenter des mesures possibles. La Commission a aussi lancé des consultations ciblées pour encourager le commerce libellé en euros dans des secteurs stratégiques, dont l'énergie et les transports. Au bout du compte, les politiques effectivement menées par la Commission avaient généralement un objectif premier distinct de l'internationalisation de l'euro, par exemple faire progresser l'union des marchés de capitaux (UMC), émettre des obligations vertes européennes ou développer un euro numérique. Pour la Commission, le renforcement du statut mondial de l'euro n'est pas devenu un véritable objectif : il est resté un effet secondaire recherché, un simple « plus ». Le rapport de la Commission de 2026 reconnaît franchement que les communications stratégiques passées ne comportaient ni objectifs clairs ni mécanismes de suivi. En conséquence, admet la Commission, l'impact de ses efforts antérieurs et de ses consultations sectorielles « ne peut être établi » (CE, 2026).

La BCE, de son côté, s'est désormais exprimée sur les enjeux géopolitiques de l'usage international de l'euro, mais elle s'abstient encore largement de définir son propre programme d'internationalisation, et a fortiori d'en élaborer un pour l'UE (BCE, 2019 ; Spielberger, 2025). L'initiative de la Commission en 2018 a conduit la BCE à reconnaître les risques géopolitiques de la dépendance au dollar. Depuis, la BCE « soutient » formellement les efforts de la Commission. Dans son dernier rapport sur le rôle international de l'euro, la BCE a explicitement souscrit à un programme actif d'internationalisation (BCE, 2026). Dans le même temps, la banque centrale continue de considérer que sa mission consiste avant tout à assurer la stabilité des prix intérieurs, avec un lien flou et largement indirect avec l'internationalisation de la monnaie.

Ni la Commission ni la BCE n'ont eu véritablement à rendre compte des échecs et des réussites de l'euro comme monnaie internationale.

4.3. Solutions procédurales : rapport interinstitutionnel, task force, semestre

Pour définir, coordonner et mettre en œuvre une stratégie unifiée en faveur de l'euro international, l'UE doit surmonter les obstacles procéduraux identifiés dans la section précédente. Plus précisément, elle doit garantir (1) la cohérence de l'action publique au moyen d'une stratégie claire et partagée, (2) une résolution efficace des conflits grâce à un nouveau processus

institutionnel ancré dans les institutions existantes, et (3) un ancrage institutionnel solide pour assurer la redevabilité.

Une résolution efficace des conflits sur de longues périodes et l'ancrage de l'internationalisation comme priorité soulèvent des défis plus substantiels. L'UE doit définir des modalités pour coordonner l'action d'acteurs qui ne disposent pas aujourd'hui d'un cadre institutionnel bien défini pour le faire. En nous appuyant sur la vue d'ensemble présentée en annexe, nous distinguons trois grands groupes de décideurs : (i) les organes politiques de l'UE, (ii) les organes de politique monétaire et financière de l'UE et (iii) les organes de décision des États membres.

Compte tenu des défis intrinsèquement politiques que pose la gouvernance de l'euro international, les organes politiques de l'UE devraient prendre la tête de la démarche. Ils disposent de l'autorité constitutionnelle pour définir les grandes orientations de la politique économique de l'UE. En même temps, une stratégie efficace requiert une expertise dispersée entre de nombreux organes de décision, l'expertise cruciale étant concentrée dans les organes de politique monétaire et financière de l'UE. La mise en œuvre efficace d'une stratégie exige aussi la participation de ces différents acteurs.

Premièrement, **une nouvelle stratégie concertée d'internationalisation de l'euro** peut être élaborée sur le modèle du rapport des quatre présidents (2012), qui a lancé la création de l'union bancaire et la modernisation de l'architecture de Maastricht (Vallée, 2026). Elle devrait être présentée au Conseil européen par son président, en collaboration avec les présidents de la Commission européenne, de l'Eurogroupe et de la BCE, et y être approuvée. Elle devrait définir une vision stratégique du rôle de l'euro dans le système monétaire mondial, comprenant une évaluation des défis et des opportunités actuels. Ce rapport constitue une première étape nécessaire, qui exigera ensuite une coopération institutionnelle continue, la redevabilité étant confiée au Parlement européen et aux parlements nationaux.

Deuxièmement, l'actualisation continue de cette stratégie devrait être assurée par une ***task force*** **Eurogroupe+ pour l'internationalisation (EIT)** permanente, dotée d'une large expertise dans les principaux domaines d'action. Elle pourrait être établie au sein du Secrétariat général du Conseil ou du secrétariat de l'Eurogroupe, pilotée par la Commission européenne, avec des agents détachés par la BCE, la Commission et les ministères nationaux, sur le modèle d'un sous-comité du Comité économique et financier (CEF). L'EIT ancrerait la dynamique politique actuelle grâce à un mandat consistant à suivre les progrès, identifier les lacunes et proposer des orientations non contraignantes au titre de l'article 121 du TFUE. La Commission européenne, la Banque centrale européenne et les principaux organes financiers de l'UE pourraient y jouer un rôle d'observateur et de conseiller technique. L'EIT devrait rendre compte au Parlement européen dans le cadre d'un « dialogue annuel sur l'internationalisation de l'euro ».

Troisièmement, pour garantir la redevabilité et suivre les progrès, un **semestre de l'internationalisation de l'euro (EIS)**, nouveau volet du Semestre européen, devrait être préparé par la Commission et pi-

loté au sein de l'Eurogroupe, avec la contribution de la BCE en qualité d'observateur et de conseiller technique, selon le calendrier habituel du Semestre. Le programme collectif serait intégré à la recommandation annuelle du Conseil sur la politique économique de la zone euro ; lorsque l'action relève du niveau national, il serait intégré aux recommandations par pays. L'ancrage et la redevabilité exigeraient alors que les États membres présentent chaque année un rapport d'avancement à leur parlement national, que le Parlement européen joue son rôle dans l'organisation de la redevabilité au niveau de l'UE, et que toutes les institutions soient disposées à agir en cas de mise en œuvre incomplète.

Ces solutions permettent une résolution efficace des conflits et ancrent la décision publique dans un paysage européen cloisonné. L'Eurogroupe+ est le niveau de délibération approprié, puisqu'il inclut les États membres hors zone euro. Ceux-ci sont directement concernés par la dépendance de l'UE au dollar ainsi que par les politiques relatives à l'euro, ils ambitionnent souvent de rejoindre l'euro et disposent en tout état de cause déjà d'un droit de regard formel sur des leviers clés comme la politique financière et la politique commerciale. La grande autonomie des politiques monétaire et financière de l'UE pose des difficultés particulières, mais bien connues. Les responsables des politiques monétaire et financière disposent généralement d'une autonomie constitutionnelle considérable et d'une mission monétaire et financière étroitement définie. Des arrangements formels comme des pratiques informelles peuvent ici contribuer à aligner les politiques monétaire et financière sur une stratégie d'internationalisation de l'euro (voir de Boer et al., 2024 ; Encadré 3).

Encadré 3 : Internationalisation de l'euro, lignes de swap et conception des opérations de politique monétaire

Promouvoir l'UE à l'international signifie que le crédit libellé en euros devrait être largement accessible hors de la zone euro. Trois mesures de la BCE pourraient servir ces objectifs plus larges d'internationalisation : des lignes de swap véritables et plus largement accessibles, un meilleur filet de sécurité pour les marchés de dette publique, et les instruments de politique monétaire.

Premièrement, l'euro international a besoin d'une politique active de gestion des crises. À mesure que des États, des banques et des entreprises étrangères s'endettent dans cette monnaie, ils peuvent avoir besoin de crédits d'urgence lorsque la liquidité de marché se tarit. Le rôle international du dollar a placé les États-Unis, soit par l'intermédiaire du FMI, soit par l'octroi de lignes de swap d'urgence, en position de prêteur international en dernier ressort. La Chine a utilisé la politique de lignes de swap de la PBoC au service de son programme d'internationalisation. Tout renforcement du rôle international de l'euro soulève inévitablement de nouveaux choix quant aux bénéficiaires des lignes de crédit internationales et aux conditions qui y sont attachées.

La BCE est restée réticente à accorder des lignes de swap au-delà des facilités de pension standard. La révision, en février 2026, de la facilité de pension de l'Eurosystème pour les banques centrales (EUREP) a ouvert le crédit d'urgence aux banques centrales hors zone euro. Les opérations EUREP sont soumises à une tarification de dernier recours, définie comme le taux des opérations principales de refinancement (OPR) majoré d'une marge pénalisante fixée par le Conseil des gouverneurs. Les contreparties d'EUREP doivent aussi apporter en garantie des titres de créance

négociables libellés en euros pour accéder à la liquidité en euros (un dispositif plus proche de la facilité de pension FIMA de la Réserve fédérale). Pour l'heure, les autres banques centrales, y compris celles des États membres hors zone euro, risquent de ne pas disposer de suffisamment d'actifs en euros de haute qualité précisément au moment où survient une forte contraction de la liquidité.

Compléter ces dispositifs de pension conditionnels par des lignes de swap structurelles et inconditionnelles, ouvertes à une large liste de contreparties, est une étape suivante évidente. Ce programme pourrait être spécifiquement conçu pour développer le commerce international et sa facturation en euros. Le risque de crédit associé à des lignes de swap inconditionnelles est faible, puisqu'il suppose que la banque centrale contrepartie elle-même fasse défaut. Le cadre EUREP ajoute une protection supplémentaire en exigeant que la banque centrale contrepartie dispose au préalable de garanties en euros. L'article 219 du TFUE relatif aux accords de change pourrait servir de point de départ à un cadre institutionnel, conformément au précédent ancien selon lequel les relations monétaires extérieures d'une monnaie relèvent du gouvernement (Vallée, 2025).

Deuxièmement, la BCE pourrait mettre en place un filet de sécurité plus transparent pour les marchés de dette souveraine, afin de réduire les écarts de taux et d'accroître l'offre d'actifs sûrs libellés en euros (van 't Klooster, 2023 ; Suttor-Sorel, 2023 ; de Boer et al., 2025). Jusqu'en 2005, les écarts entre les dettes souveraines libellées en euros émises par les différents États membres étaient bien plus faibles qu'aujourd'hui, et ils ont évolué en réaction à des changements de règles décidés par la BCE (Schuster, 2023). L'introduction des opérations monétaires sur titres (OMT) a mis fin à la phase aiguë de la crise de la zone euro, sans résoudre fondamentalement la question des écarts. Les critères opérationnels de l'instrument qui en constitue la version actuelle, l'instrument de protection de la transmission (IPT), sont ambigus et laissent apparaître des écarts de crise considérables. Là encore, une telle politique nécessiterait probablement un soutien explicite du Conseil de l'UE. L'article 125, paragraphe 2, permet au Conseil de « préciser les définitions pour l'application des interdictions » visées à l'article 123, ce qui pourrait servir de base formelle à la coordination.

Enfin, la BCE pourrait promouvoir activement l'usage international de l'euro au moyen de ses opérations de politique monétaire. En Europe occidentale, des banques centrales indépendantes comme la Bundesbank ont joué un rôle clé dans le soutien au secteur exportateur jusqu'à la fin des années 1990 (Monnet et van 't Klooster, 2026). Aujourd'hui, la Chine donne aux banques non chinoises accès à sa facilité de réduction des émissions de carbone, créée en 2021, qui leur permet d'emprunter des renminbis à bas coût pour financer des investissements dans les énergies propres (Lee, 2024 ; DBS, 2024).

Ces dernières années, la BCE a déjà utilisé ses programmes de politique monétaire pour soutenir les marchés de capitaux libellés en euros, mais elle s'est heurtée aux implications distributives de ces politiques. En 2016, la BCE a lancé le programme d'achat de titres du secteur des entreprises (CSPP), centré sur l'achat direct d'obligations d'entreprises de qualité investissement. Le CSPP a été conçu dès l'origine, en partie, comme une politique d'internationalisation de l'euro. Les émetteurs éligibles incluaient des entreprises établies dans l'UE dont la société mère ultime n'était pas établie dans la zone euro (par exemple le groupe minier suisse Glencore ou Czech Gas Networks Investments). En favorisant l'émission internationale d'obligations libellées en euros, le programme a aussi servi l'union des marchés de capitaux (Braun, 2020 ; de Guindos et Schnabel, 2020). Mais, comme il est rapidement apparu, le portefeuille du CSPP était fortement biaisé en faveur de grandes entreprises des secteurs à forte intensité carbone, qui recourent massivement aux obligations pour financer leurs investissements (Matikainen et al., 2017 ; van 't Klooster et Fontan, 2020). Après un long débat sur la manière d'atténuer les effets secondaires indésirables de la politique de neutralité de marché de la BCE, le CSPP a désormais pris fin. Aucun nouveau programme n'est toutefois en discussion à la BCE pour promouvoir les marchés obligataires

d'entreprises libellés en euros ou d'autres formes de prêts internationaux. Le point de départ évident d'une telle politique serait les objectifs secondaires de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE, conformément au rôle qui leur est reconnu depuis la revue stratégique de la BCE de 2021.



Annexe 1 – Organes de l'Union européenne et des États membres compétents pour l'internationalisation de l'euro

Les principaux organes de l'UE et des États membres qui exercent des fonctions décisionnelles importantes et disposent d'une expertise utile à la mise en œuvre d'une stratégie d'internationalisation de l'euro.

Tableau 3 – Principaux organes de l'UE et des États membres compétents pour l'internationalisation de l'euro

Niveau de gouvernance	Organe	Pouvoirs formels et expertise	Nombre
1. Organes politiques de l'UE	**Conseil européen**	Définit les grandes priorités et les orientations politiques générales de l'UE. C'est là que tout commence et s'achève en matière de volonté politique, mais chaque politique particulière doit ensuite être mise au point ailleurs.	**1**
	Commission européenne	Principal lieu de conception de la législation de l'UE et de l'expertise technique en la matière. Les rôles clés sont en outre répartis entre plusieurs directions générales (ECFIN, FISMA, TRADE) et commissaires.	**1 (3)**
	Conseil	Exerce le pouvoir colégislatif. Expertise thématique au sein de la	**1 (3)**

Niveau de gouvernance	Organe	Pouvoirs formels et expertise	Nombre
		formation Ecofin, mais rôle crucial aussi du Conseil des affaires étrangères pour intégrer les priorités de l'euro international dans la politique étrangère et de sécurité commune, et rôle probable de coordination du Conseil des affaires générales.	
	Eurogroupe	Reste une instance informelle, mais constitue un forum clé de coordination politique et de pilotage stratégique entre les ministres des finances de la zone euro. L'Eurogroupe en format inclusif (Eurogroupe+) élargit cette réunion informelle aux ministres des pays hors zone euro. Instance informelle, l'Eurogroupe ne dispose d'aucun pouvoir législatif et ne peut adopter de décisions juridiquement contraignantes.	**1**
	Parlement européen	Exerce des pouvoirs colégislatifs démocratiques et constitue l'organe représentatif démocratique au niveau de l'UE. Dossiers clés	**1 (3)**

Niveau de gouvernance	Organe	Pouvoirs formels et expertise	Nombre
		suivis par les commissions ECON, JURI et TRADE.	
	Service européen pour l'action extérieure (SEAE)	Principale entité chargée des relations avec les pays tiers dans le cadre de la politique étrangère de l'UE, dont l'euro devrait constituer un pilier essentiel. Les ministères des affaires étrangères des États membres conservent naturellement un rôle clé dans ce domaine.	**1 (27)**
2. Organes de politique monétaire et financière de l'UE	**Banque centrale européenne (BCE)**	Détient le pouvoir exclusif de concevoir et de mettre en œuvre la politique monétaire de l'euro. L'expertise de l'UE sur les monnaies internationales se trouve donc à la BCE, ce qui est crucial pour la législation sur des sujets comme les marchés financiers internationaux et les architectures de paiement transfrontières. Dispose aussi de la compétence formelle pour émettre l'euro numérique, gérer les infrastructures de règlement et négocier des accords bilatéraux de liquidité avec les banques centrales	**1 (21)**

Niveau de gouvernance	Organe	Pouvoirs formels et expertise	Nombre
		étrangères. Les travaux sont menés par les groupes de travail de l'Eurosystème.	
	Banques centrales nationales (BCN) et Système européen de banques centrales (SEBC)	Exécutent les opérations monétaires, gèrent les portefeuilles de réserves et surveillent les systèmes de paiement nationaux. À l'image de la BCE pour l'UE, l'expertise au niveau des États membres est fortement concentrée dans les BCN. Les BCN hors zone euro gèrent leur propre monnaie nationale, mais se coordonnent sur la stabilité financière européenne et l'interopérabilité dans le cadre du SEBC.	**27**
	Mécanisme européen de stabilité (MES)	Reste un mécanisme clé de résolution des crises et le principal pourvoyeur du filet de sécurité financier régional de la zone euro.	**1**
	Autorités européennes de surveillance et autorités prudentielles	Les AES (AEMF, ABE, AEAPP) ont un mandat de stabilité financière, mais jouent un rôle clé dans la conception et la mise en œuvre de la réglementation financière de l'UE. Leur expertise réglementaire	**3**

Niveau de gouvernance	Organe	Pouvoirs formels et expertise	Nombre
		spécialisée est essentielle pour l'élaboration des normes techniques. Le MSU, le CERS et les autorités de surveillance des États membres jouent aussi un rôle clé dans la définition de la politique prudentielle de l'UE.	
	Autorités nationales compétentes (ANC)	Autorités de régulation nationales autonomes, dotées d'un pouvoir légal de surveillance des marchés financiers et d'application des règles de l'UE au niveau national. Les superviseurs bancaires nationaux veillent à la stabilité prudentielle des établissements de crédit nationaux et font appliquer la réglementation bancaire. Les régulateurs nationaux des marchés de titres encadrent les marchés de capitaux et les plateformes de négociation nationaux et assurent la protection des investisseurs (essentielle pour les flux de capitaux transfrontières). Les superviseurs nationaux des assurances et des retraites surveillent les investisseurs	**47**

Niveau de gouvernance	Organe	Pouvoirs formels et expertise	Nombre
		institutionnels de long terme, qui gèrent d'énormes réserves de capital national essentielles à l'union de l'épargne et des investissements.	
3. Organes de décision des États membres	**Ministères des finances et Trésors nationaux**	Conservent une compétence souveraine sur la politique budgétaire, les régimes fiscaux et l'émission de dette nationales. Leur alignement et leur volonté propres d'harmoniser les cadres constituent la principale condition légale de la mise en œuvre de l'union de l'épargne et des investissements.	**27**
	Parlements nationaux	Exercent l'autorité législative suprême au niveau national. Détiennent le pouvoir constitutionnel de ratifier les grandes modifications des traités institutionnels (comme les révisions du traité MES) et de transposer les directives financières de l'UE. Dans les États membres fédéraux ou très décentralisés, les parlements régionaux jouent aussi un rôle crucial (comme l'a	**39**

Niveau de gouvernance	Organe	Pouvoirs formels et expertise	Nombre
		montré le veto wallon sur le CETA).	
	Organismes nationaux de crédit à l'exportation (OCE)	Entités financières autonomes adossées à l'État, habilitées à fournir des garanties de crédit et un soutien en fonds de roulement aux exportateurs nationaux. Certains États membres n'ont pas d'OCE, d'autres séparent les fonctions d'assurance et de financement.	**26**
Total des organes politiques disposant d'un pouvoir de décision formel sur la stratégie d'internationalisation de l'euro (organes constitutifs)			**177 (9)**

Annexe 2 – Bibliographie

Abbott, 2018. Kenneth Abbott, Celine Kauffmann, and Julia R. Lee, The Contribution of Trans-Governmental Networks of Regulators to International Regulatory Co-Operation (OECD, 2018)

ABE, 2024. EBA, Report on Tokenised Deposits (European Banking Authority, 2024) <EBA/REP/2024/24>

Alfaro, 2025. D'après Laura Alfaro, Julián Caballero, and Bryan Hardy, FX Debt and Optimal Exchange Rate Hedging (Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, 2025)

Amiti, 2022. Mary Amiti, Oleg Itskhoki, and Jozef Konings, 'Dominant Currencies: How Firms Choose Currency Invoicing and Why It Matters', The Quarterly Journal of Economics, 137.3 (2022), pp. 1435-93, doi:10.1093/qje/qjac004

Andresen, 2026. Rasmus Andresen, Draft Report on the Global Role of the Euro (European Parliament, ECON Committee, 2026) https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-787030_EN.pdf [consulté le 10 juillet 2026]

Avdjiev, 2015. Stefan Avdjiev, Robert McCauley, and Hyun Song Shin, Breaking Free of the Triple Coincidence in International Finance, BIS Working Papers No. 524 (Bank for International Settlements, 2015)

Baba et al., 2009. Naohiko Baba, Robert N. McCauley, and Srichander Ramaswamy, 'US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks', BIS Quarterly Review, 2009 [consulté le 17 mai 2026]

Bahaj et Reis, 2026. Saleem Bahaj and Ricardo Reis, 'Jumpstarting an International Currency', The Review of Economic Studies (2026) https://doi.org/10.1093/restud/rdag011 [consulté le 10 juillet 2026]

Bayoumi, 2017. Tamim Bayoumi, Unfinished Business: The Unexplored Causes of the Financial Crisis and the Lessons Yet to Be Learned (Yale University Press, 2017)

BCE, 2018. ECB, The International Role of the Euro (European Central Bank, 2018)

BCE, 2019. ECB, The International Role of the Euro (European Central Bank, 2019)

BCE, 2024. ECB, Study on the Payment Attitudes of Consumers in the Euro Area 2024 (Frankfurt), published online 19 December 2024, doi:10.2866/9860161

BCE, 2025a. ECB, The International Role of the Euro (2025), Report (European Central Bank)

BCE, 2025b. ECB, 'Eurosystem Moving to next Phase of Digital Euro Project', European Central Bank, 30 October 2025 [consulté le 30 avril 2026]

BCE, 2026. ECB, The International Role of the Euro, Report (European Central Bank, 2026)

Bessent, 2025. Scott Bessent, 'Remarks before the Treasury Market Conference', US Department of the Treasury, 12 November 2025 https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0314 [consulté le 27 août 2026]

Bindseil et Pantelopoulos, 2022. Ulrich Bindseil and George Pantelopoulos, Towards the Holy Grail of Cross-Border Payments, Working Paper Series no. 2693 (European Central Bank, 2022) [consulté le 21 mai 2025]

Bollen, 2025. Thomas Bollen, 'Banks Rally against Europe's Drive to Break Free from U.S. Payments Grip', Follow the Money, 2 December 2025 [consulté le 5 mai 2026]

Borio, 2022. Claudio E. V. Borio, Robert N. McCauley, and Patrick McGuire, Dollar Debt in FX Swaps and Forwards: Huge, Missing and Growing, no. 4529204 (Bank for International Settlements, 2022)

Braun, 2020. Benjamin Braun, 'Central Banking and the Infrastructural Power of Finance: The Case of ECB Support for Repo and Securitization Markets', Socio-Economic Review, 18 (2), 395-418 (2020) https://doi.org/10.1093/ser/mwy008 [consulté le 9 juillet 2026]

BRI, 2025a. BIS, OTC Foreign Exchange Turnover in April 2025, Triennial Central Bank Survey (Bank for International Settlements, 2025)

BRI, 2025b. Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets, 2025. (Note : les transactions de change impliquant toujours deux devises, la somme des parts du volume total atteint 200 %.)

Broz, 1997. J. Lawrence Broz, The International Origins of the Federal Reserve System (Cornell University Press, 1997)

Buti et al., 2026. Marco Buti, Giancarlo Corsetti, and Anna Peychev, 2026 Florence Report, Reconfiguring Europe in a Fractured Global Economy (Economic and Monetary Union Laboratory, Robert Schuman Centre, European University Institute, 2026) https://www.eui.eu/news-hub?id=the-florence-report-a-new-agenda-for-europe-in-a-changing-world [consulté le 14 juillet 2026]

CE, 2018. EC, Towards a Stronger International Role of the Euro, COM(2018) 796 final, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council (Euro Summit), the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions (European Commission, 2018)

CE, 2026a. EC, Strengthening the International Role of the Euro, Note to the Eurogroup (European Commission, 2026)

CE, 2026b. EC, 'Commission Issues €9 Billion in Its Fourth Syndicated Transaction of 2026', Text, European Commission, 2026 [consulté le 5 mai 2026]

Cipriani et al., 2023. Marco Cipriani, Linda S. Goldberg, and Gabriele La Spada, 'Financial Sanctions, SWIFT, and the Architecture of the International Payment System', Journal of Economic Perspectives, 37.1 (2023), pp. 31-52, doi:10.1257/jep.37.1.31

Cohen, 2012. Benjamin J. Cohen, The Future of Global Currency: The Euro Versus the Dollar (Routledge, 2012), doi:10.4324/9780203833803

Conseil de l'UE et CE, 1970. Council and Commission of the European Communities, Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community (Werner Report), Supplement to Bulletin II (European Communities, 1970)

Cyberpunk Wiki, 2026. 'The Collapse of the United States' [consulté le 5 mai 2026]

Dafermos et al., 2023. Yannis Dafermos, Daniela Gabor, and Jo Michell, 'FX Swaps, Shadow Banks and the Global Dollar Footprint', Environment and Planning A: Economy and Space, 55.4 (2023), pp. 949-68, doi:10.1177/0308518X221128302

DBS, 2024. DBS, 'DBS Continues to Break New Ground in China as First Southeast Asian Bank to Leverage PBOC's Carbon Emission Reduction Facility for Issuance of Green Loan', DBS, Singapore, 21 August 2024 https://www.dbs.com/newsroom/DBS_continues_to_break_new_ground_in_China_as_first_Southeast_Asian_bank_to_leverage_PBOCs_Carbon_Emission_Reduction_Facility_for_issuance_of_green_loan_sg [consulté le 30 avril 2026]

de Boer et al., 2024. Nik de Boer, Seraina Grünewald, and Jens van 't Klooster, The Law and Politics of Independent Policy Coordination: Fiscal and Sustainability Considerations in the European Central Bank's Monetary Policy, EBI Working Paper (European Banking Institute, 2024)

de Boer et al., 2025. Nik de Boer and others, Governing Sovereign Risk in the Euro Area: Law and Politics of the ECB's Collateral and Market Stabilisation Framework (European Parliament, ECON Committee, 2025) https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/ECTI_STU(2025)773736 [consulté le 9 juillet 2026]

de Guindos et Schnabel, 2020. Luis de Guindos and Isabel Schnabel, 'The ECB's Commercial Paper Purchases: A Targeted Response to the Economic Disturbances Caused by COVID-19', The ECB Blog, 3 April 2020 https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200403~54ecc5988b.en.html [consulté le 9 juillet 2026]

Duisenberg, 1999. Wim Duisenberg, 'Speech to the American European Community Association', Amsterdam, 14 January 1999

Eichengreen et al., 2018. Barry Eichengreen, Arnaud Mehl, and Livia Chitu, How Global Currencies Work: Past, Present, and Future (Princeton University Press, 2018)

Eichengreen et al., 2024. Barry Eichengreen and others, 'Currency Internationalization with Chinese Characteristics: Is Capital-Account Convertibility Required for the Renminbi to

Acquire Reserve-Currency Status?', International Finance, 27.2 (2024), pp. 102-28, doi:10.1111/infi.12447

Emerson et al., 1992. Michael Emerson and others, One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union (Oxford University Press, 1992)

Eren et Malamud, 2022. Egemen Eren and Semyon Malamud, 'Dominant Currency Debt', Journal of Financial Economics, 144.2 (2022), pp. 571-89, doi:10.1016/j.jfineco.2021.06.023

Eurogroupe+, 2026. 'Statement of the Eurogroup+ on digital finance' https://www.consilium.europa.eu/media/yp2bj0fd/statement-on-digital-finance.pdf

Eurostat, 2026. Eurostat, 'International Investment Position Quarterly and Annual Data (Bop_iip6_q)', 15 April 2026

Eurosystème, 2026. Eurosystem, The Eurosystem's Comprehensive Payments Strategy (European Central Bank, 2026)

Evans et Schmalensee, 2005. D. S. Evans and R. Schmalensee, Paying with Plastic: The Digital Revolution in Buying and Borrowing, 2nd ed. (MIT Press, 2005)

FRB St Louis, 2025. Federal Reserve Bank of Saint Louis, 'U.S. Assets: Portfolio Investment, Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted', 25 March 2025

FRB St Louis, 2026. Federal Reserve Bank of Saint Louis, 'U.S. Liabilities: Portfolio Investment, Millions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted', 25 March 2026

Freymann et Heng, 2025. Eyck Freymann and Calvin Heng, 'The Logic of Partial RMB Internationalization: PRC Perspectives on "Financial War"', The China Quarterly, 262 (2025), pp. 429-44, doi:10.1017/S0305741025000037

Gabor, 2016. Daniela Gabor, 'The (Impossible) Repo Trinity: The Political Economy of Repo Markets', Review of International Political Economy, 23.6 (2016), pp. 967-1000

Genscher, 1988. Hans-Dietrich Genscher, Memorandum für die Schaffung eines europäischen Währungsraumes und einer Europäischen Zentralbank, Bundesbank Archive, B330/018912 (1988)

Germain et Schwartz, 2014. Randall Germain and Herman Schwartz, 'The Political Economy of Failure: The Euro as an International Currency', Review of International Political Economy, 21.5 (2014), pp. 1095-122, doi:10.1080/09692290.2014.891242

Gerresheim et al., 2025. Nils Gerresheim, Max Krahé, and Jens van 't Klooster, Report: Die Folgen einer Euro-Internationalisierung (Dezernat Zukunft, 2025)

Gerresheim et al., 2026. Nils Gerresheim, Max Krahé, and Jens van 't Klooster, China's Dedollarisation Strategy: Asymmetric Success and What It Means for Europe (Dezernat Zukunft, 2026) https://dezernatzukunft.org/publikationen/chinas-dedollarisation-strategy [consulté le 10 juillet 2026]

Gopinath, 2015. Gita Gopinath, 'The International Price System', Working Paper no. 21646, Working Paper Series (National Bureau of Economic Research, October 2015), doi:10.3386/w21646

Gopinath et al., 2020. Gita Gopinath and others, 'Dominant Currency Paradigm', American Economic Review, 110.3 (2020), pp. 677-719, doi:10.1257/aer.20171201

Gopinath et Stein, 2021. Gita Gopinath and Jeremy C. Stein, 'Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency', The Quarterly Journal of Economics, 136.2 (2021), pp. 783-830, doi:10.1093/qje/qjaa036

Gorton, 2017. Gary Gorton, 'The History and Economics of Safe Assets', Annual Review of Economics, 9 (2017), pp. 547-86, doi:10.1146/annurev-economics-033017-125810

Gorton et Metrick, 2012. Gary Gorton and Andrew Metrick, 'Securitized Banking and the Run on Repo', Journal of Financial Economics, 104.3 (2012), pp. 425-51, doi:10.1016/j.jfineco.2011.03.016

Grodzicki et al., 2025. Maciej Grodzicki and others, US Dollar Activities of European Banks: Business Models and Financial Stability Implications, 26 November 2025 [consulté le 7 mai 2026]

Helleiner, 1996. Eric Helleiner, States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s (Cornell University Press, 1996)

Helleiner, 2025. Eric Helleiner, Monica DiLeo, and Jens van 't Klooster, 'Financial Technocrats as Competitive Regime Creators: The Founding and Design of the Network for Greening the Financial System', Regulation & Governance, 19.3 (2025), pp. 901-16, doi:10.1111/rego.12629

ICMA, 2025a. ICMA Secondary Market Practices Committee, European Secondary Market Data Report: H1 2025 Sovereign Edition (International Capital Market Association, 2025)

ICMA, 2025b. ICMA Secondary Market Practices Committee, European Secondary Market Data Report: H1 2025 Corporate Edition (International Capital Market Association, 2025)

Ilzetzki et al., 2020. Ethan Ilzetzki, Carmen Reinhart, and Kenneth Rogoff, 'Why Is the Euro Punching below Its Weight?', Economic Policy, 35.103 (2020), pp. 405-60

James, 2013. Harold James, Making the European Monetary Union (Harvard University Press, 2013)

Jonung et Drea, 2009. Lars Jonung and Eoin Drea, 'The euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last. US economists on the EMU, 1989-2002', European Economy, Economic Papers, no. 395 (Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2009) https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication_summary16343_en.htm [consulté le 27 août 2026]

Klaus et Mingarelli, 2024. Benjamin Klaus and Luca Mingarelli, Euro Area Banks as Intermediators of US Dollar Liquidity via Repo and FX Swap Markets, 20 November 2024 [consulté le 7 mai 2026]

van 't Klooster, 2023. Jens van 't Klooster, 'The Politics of the ECB's Market-Based Approach to Government Debt', Socio-Economic Review, 21 (2), 1103-23 (2023) https://doi.org/10.1093/ser/mwac014 [consulté le 9 juillet 2026]

van 't Klooster et al., 2025. Jens van 't Klooster, Edoardo D. Martino, and Eric Monnet, Cryptomercantilism vs. Monetary Sovereignty, European Banking Institute Working Paper Series no. 200 (Frankfurt, 2025), doi:10.2139/ssrn.5602911

van 't Klooster et Fontan, 2020. Jens van 't Klooster and Clément Fontan, 'The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases', New Political Economy, 25 (6), 865-79 (2020) https://doi.org/10.1080/13563467.2019.1657077 [consulté le 9 juillet 2026]

van 't Klooster et Murau, 2026. Jens van 't Klooster and Steffen Murau, 'Rethinking currency internationalisation: offshore money creation and the EU's monetary governance', Journal of European Public Policy, 33 (7), 1894-1920 (2026), doi:10.1080/13501763.2025.2497357

Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2012. Arvind Krishnamurthy and Annette Vissing-Jorgensen, 'The Aggregate Demand for Treasury Debt', Journal of Political Economy, 120.2 (2012), pp. 233-67, doi:10.1086/666526

Lee, 2024. Katy Lee, 'China's Central Bank Extends Green Lending Scheme until 2027', Green Central Banking, 22 August 2024 https://greencentralbanking.com/2024/08/22/chinas-central-bank-extends-green-lending-scheme-until-2027/ [consulté le 30 avril 2026]

van der Linden, 2026. Martijn Jeroen van der Linden, EU geoeconomics in money and finance: From ad hoc to coherent strategy, Briefing (BIG Europe, 2026) https://big-europe.eu/publications/2026-06-04-eu-geoeconomics-in-money-and-finance-from-ad-hoc-to-coherent-strategy [consulté le 10 juillet 2026]

Longaric et al., 2026. Pablo Anaya Longaric and others, Closing the Gap? Gauging the Development and Integration of Europe's Capital Markets, 7 May 2026 [consulté le 7 mai 2026]

Maggiori, 2020. Matteo Maggiori, Brent Neiman, and Jesse Schreger, 'International Currencies and Capital Allocation', The Journal of Political Economy, 128.6 (2020), pp. 2019-66, doi:10.1086/705688

Matikainen et al., 2017. Sini Matikainen, Emanuele Campiglio, and Dimitri Zenghelis, The Climate Impact of Quantitative Easing, Policy Paper, no. 36 (Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics and Political Science, 2017) https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2017/05/Green-QE-policy-brief.pdf [consulté le 9 juillet 2026]

Maupas, 2025. Stéphanie Maupas, 'Nicolas Guillou, French ICC judge sanctioned by the US: "You are effectively blacklisted by much of the world's banking system"', World, International Justice, Le Monde (Paris), 19 November 2025

McNamara, 2008. Kathleen R. McNamara, 'A Rivalry in the Making? The Euro and International Monetary Power', Review of International Political Economy, 15.3 (2008), pp. 439-59

Mehmedi et Remirez, 2026. Mentor Mehmedi and Sofia Ruano Remirez, Who Holds U.S. Debt? Structure, Ownership, Europe's Exposure, and the Limits of Leverage (European Parliament, 2026)

Mehrling, 2010. Perry Mehrling, The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort (Princeton University Press, 2010)

Mehrling, 2013. Perry Mehrling, 'Essential Hybridity: A Money View of FX', Journal of Comparative Economics, 41.2 (2013), pp. 355-63

Menand, 2021. Lev Menand, 'The Federal Reserve and the 2020 Economic and Financial Crisis', SSRN Scholarly Paper no. 3602740 (Social Science Research Network, 15 March 2021), doi:10.2139/ssrn.3602740

Miran, 2025. Stephen I. Miran, 'Speech by Governor Miran on Stablecoins and Monetary Policy', Board of Governors of the Federal Reserve System, New York, 7 November 2025

Mollie, 2024. Mollie, 'The Most Popular Online Payment Methods in Europe', 18 November 2024

Monnet et van 't Klooster, 2023. Eric Monnet and Jens van 't Klooster, 'Using Green Credit Policy to Bring Down Inflation: What Central Bankers Can Learn from History', The INSPIRE Sustainable Central Banking Toolbox: Policy Briefing Paper, no. 13 (SOAS Centre of Sustainable Finance, July 2023) https://www.inspiregreenfinance.org/publications/using-green-credit-policy-to-bring-down-inflation-what-central-bankers-can-learn-from-history/ [consulté le 10 juillet 2026]

Moschella et Tsingou, 2024. Manuela Moschella and Eleni Tsingou, Great Expectations, Slow Transformations: Incremental Change in Post-Crisis Regulation (ECPR Press, Colchester, 2024)

Murau et Ehlers, 2025. Steffen Murau and Torsten Ehlers, A Feature, Not a Bug. The US Dollar in the European Monetary Union, OBFA-TRANSFORM Working Paper, nos 6-EN (2025), doi:10.2139/ssrn.5287061

Murau et van 't Klooster, 2023. Steffen Murau and Jens van 't Klooster, 'Rethinking Monetary Sovereignty: The Global Credit Money System and the State', Perspectives on Politics, 21.4 (2023), pp. 1319-36, doi:10.1017/S153759272200127X

Navarrete, 2025. Fernando Navarrete, Do We Really Need the Digital Euro: A Solution to What Problem Exactly? (Instituto de Analistas, 2025)

Niepmann et Schmidt-Eisenlohr, 2017. Friederike Niepmann and Tim Schmidt-Eisenlohr, 'International Trade, Risk and the Role of Banks', Journal of International Economics, 107.C (2017), pp. 111-26

Norrlof, 2010. Carla Norrlof, America's Global Advantage: US Hegemony and International Cooperation (Cambridge University Press, 2010), doi:10.1017/CBO9780511676406

Panetta, 2020. Fabio Panetta, Sharing and Strengthening the Euro's Privilege, ECB Blog, 12 June 2020

Perry, 2020. Alexander R. Perry, 'The Federal Reserve's Questionable Legal Basis for Foreign Central Bank Liquidity Swaps', Columbia Law Review, 120.3 (2020), pp. 729-68

Pforr, 2025. Tobias Pforr, Fabian Pape, and Johannes Petry, 'Dollar Diminished: The Unmaking of US Financial Hegemony Under Trump', International Organization, 79.S1 (2025), pp. S117-33, doi:10.1017/S0020818325101033

Pozsar, 2014. Zoltan Pozsar, Shadow Banking. The Money View, Working Paper (Office of Financial Research, 2014)

Pozsar et al., 2010. Zoltan Pozsar and others, Shadow Banking, Staff Reports no. 458 (Federal Reserve Bank of New York, 2010) [consulté le 6 juillet 2017]

Reichlin et al., 2026. Lucrezia Reichlin, Bo Sangers, and Jeromin Zettelmeyer, New Strategy to Contain Stablecoin Risks in the European Union, Policy Brief, no. 09/2026 (Bruegel, Brussels, 2026)

Rey et Subran, 2026. Hélène Rey and Ludovic Subran, Our Euro, Your Solution: How to Strengthen the International Role of the Euro (French Council of Economic Analysis, 2026)

Rochet et Tirole, 2003. Jean-Charles Rochet and Jean Tirole, 'Platform Competition in Two-Sided Markets', Journal of the European Economic Association, 1.4 (2003), pp. 990-1029, doi:10.1162/154247603322493212

SAFE, 2026. State Administration of Foreign Exchange, 'SAFE Releases China's International Investment Position as at the End of 2025', Data Interpretation, State Administration of Foreign Exchange, 27 March 2026 [consulté le 6 mai 2026]

Sandbu, 2015. Martin Sandbu, Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt, Revised Edition (Princeton University Press, 2017)

Schelkle, 2017. Waltraud Schelkle, The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment, First edition (Oxford University Press, 2017)

Schenk, 2026. Catherine R. Schenk, The evolution of the global payments system 1920-2000: a fresh approach to the history of deglobalisation (Uppsala University, 2026) [consulté le 9 juillet 2026]

Schuster, 2023. Florian Schuster, Sovereign Spreads, Central Bank Collateral Frameworks, and Periphery Premia in the Eurozone (Dezernat Zukunft, 2023)

https://dezernatzukunft.org/publikationen/sovereign-spreads-central-bank-collateral-frameworks-and-periphery-premia-in-the-eurozone [consulté le 9 juillet 2026]

Sigl-Glöckner et al., 2026. Philippa Sigl-Glöckner and others, Europe's Trump Cards: Why the Continent Has More Leverage than It Thinks (Dezernat Zukunft, 2026)

Spielberger, 2025. Lukas Spielberger, 'No Longer Neutral: The ECB's Geopoliticization of the International Role of the Euro', Politics and Governance, 13 (2025), doi:10.17645/pag.8877

Spiro, 1999. David E. Spiro, The Hidden Hand of American Hegemony: Petrodollar Recycling and International Markets (Cornell University Press, 1999), doi:10.7591/9781501711978

Stasavage, 2011. David Stasavage, States of Credit: Size, Power, and the Development of European Polities, The Princeton Economic History of the Western World (Princeton University Press, 2011)

Storbeck et Tamma, 2025. Olaf Storbeck and Paola Tamma, 'ECB's Digital Euro Plan Hits Resistance from Banks and EU Lawmakers', Financial Times, 5 November 2025 [consulté le 5 mai 2026]

Strange, 1994. Susan Strange, States and Markets, 2nd edn (Pinter, 1994)

Suttor-Sorel, 2023. Ludovic Suttor-Sorel, The Debts We Need: Reinforcing Debt Sustainability with Future-Oriented Fiscal Rules (Finance Watch, 2023) https://www.finance-watch.org/policy-portal/public-finance/report-the-debts-we-need-reinforcing-debt-sustainability-with-future-oriented-fiscal-rules/ [consulté le 11 avril 2024]

Tooze, 2018. Adam Tooze, Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World (Penguin Publishing Group, 2018)

Trump, 2025a. Donald J. Trump, Imposing Sanctions on the International Criminal Court, 2025 [consulté le 30 avril 2026]

Trump, 2025b. Donald J. Trump, Ensuring Accountability for All Agencies, 2025 [consulté le 30 avril 2026]

US Treasury, 2026. U.S. Department of the Treasury, 'U.S. Liabilities to Foreigners from Holdings of U.S. Securities', 13 February 2026 [consulté le 7 mai 2026]. Une partie des avoirs détenus depuis la Belgique et le Luxembourg semble être d'origine chinoise.

Vallée, 2025. Shahin Vallée, 'A Global Euro: Internationalizing the EU Currency', Phenomenal World, 19 December 2025

Vallée, 2026. Shahin Vallée, A European Strategy for a Global Euro, Public Hearing, European Parliament (Submitted to the Record) (European Parliament, 2026)

Wesseling, 2026. Jasper Wesseling, A stronger international role for the euro: A challenge Europe must rise to, ESB (2026)

LES *AUTEURS*



Jens van ‘t Klooster (UvA, EMPN). Jens van ‘t Klooster est professeur associé d’économie politique à l’Université d’Amsterdam. Ses recherches portent sur la gouvernance monétaire et financière, le rôle des banques centrales et l’intégration des enjeux climatiques dans la régulation financière. Titulaire d’un doctorat en philosophie de l’Université de Cambridge et d’un doctorat en économie de l’Université de Groningue, il est également chercheur associé au Centre for Economic Transition Expertise de la London School of Economics et membre du groupe d’experts du Parlement européen sur la politique monétaire.



Shahin Vallée est chercheur associé au Centre Europe du German Council on Foreign Relations (DGAP). Spécialiste des questions économiques européennes, de la zone euro et de la coordination des politiques économiques internationales, il a notamment été conseiller économique d’Emmanuel Macron au ministère français de l’Économie et des Finances, puis de Herman Van Rompuy, président du Conseil européen. Il a également travaillé pour Soros Fund Management et le think tank Bruegel. Diplômé de Sciences Po Paris, de l’Université Paris-Sorbonne et de l’Université Columbia, il prépare un doctorat en économie politique à la London School of Economics.

A-PROPOS

À propos de l'EMPN : Le European Macro Policy Network (EMPN) relie et soutient les *think tanks* et les experts européens qui travaillent sur les politiques macroéconomiques. Basé à Bruxelles et s'appuyant sur des partenaires nationaux dans toute l'Europe, il couvre les politiques budgétaire, monétaire, énergétique, climatique, industrielle et d'innovation.

Remerciements : Les auteurs remercient Max Krahé et Nils Gerresheim pour leurs commentaires écrits détaillés, ainsi qu'Edoardo Martino, Eric Monnet, Steffen Murau, Agnieszka Smoleńska et Lucas Spielberger. Ils remercient également les participants au *workshop* de Dezernat Zukunft sur l'euro international (Berlin, avril 2025), au *workshop* du Dutch China Knowledge Network sur la dédollarisation et l'essor du renminbi (Bruxelles, avril 2026) et au *panelgesprek over de internationale rol van de euro* organisé par ESB (La Haye, mai 2026), pour leurs apports précieux et leurs commentaires constructifs sur les idées développées dans ce rapport.

Droits et utilisation : Le contenu de ce rapport peut être librement utilisé ou reproduit sans autorisation, à condition que le sens et le contexte d'origine ne soient altérés d'aucune manière. Lorsque des droits d'auteur de tiers sont mentionnés, l'autorisation doit être demandée directement auprès de ces tiers. Pour toute question relative à ce rapport, vous pouvez écrire à j.m.vantklooster@uva.nl

institutavantgarde.fr

*45, rue de Sèvres, Paris VIe*

INSTITUT
AVANT-GARDE